بسم الله الرحمن الرحيم



جامعة اليرموك

كلية الاقتصاد والعلوم الادارية

قسم المحاسبة

رسالة ماجستير بعنوان

محددات هيكل رأس المال في شركات التأمين الأردنية

Determinants of Capital Structure in Jordanian Insurance Corporations

إعداد الطالب

محمود خالد محمود الكوفحي

الرقم الجامعي : 2009730025

إشراف الأستاذ الدكتور

تركي راجي الحمود

الفصل الدراسي الثاني

2013 / 2012

محددات هيكل رأس المال في شركات التأمين الأردنية

Determinants of Capital Structure in Jordanian Insurance Corporations

إعداد

محمود خالد محمود الكوفحي

بكالوريوس في المحاسبة, جامعة اليرموك, الاردن, 2009

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة, جامعة اليرموك, اربد, الاردن

وافق عليها

الأستاذ الدكتور تركي راجي الحمود .... رئيساً ومشرفاً

أستاذ, قسم المحاسبة، جامعة اليرموك

الدكتور زياد محمد زريقات .... عضواً

أستاذ مساعد, قسم العلوم المالية والمصرفية, جامعة اليرموك

الدكتور إياد عيسى السرطاوي .... عضواً

أستاذ مساعد, قسم المحاسبة, جامعة اليرموك

تاريخ مناقشة الرسالة

24 / 4 / 2013م

الإهداء

إلى كل إنسان أنارت قلبه مخافة الله تعالى و محبة الرسول عليه الصلاة والسلام

إلى شهداء الأمتين العربية والأسلامية، وإلى ذرات تراب هذا الوطن الغالي

إلى من أرشدني إلى طريق الصواب في دربي، إلى عبق الروح التي استلهم منها الأصرار والصبر والتحدي ... والدي العزيز رحمه الله

إلى وصية الرسول عليه الصلاة والسلام ... أمي الغالية

إلى روح الأستاذ الفاضل جمال البدور رحمه الله

إلى كل الإخوة والأقارب والأصدقاء

أهدي هذا الجهد المتواضع

الباحث.

الشكر والتقدير

قال الله تعالى:"وَإِذْ تَأَذَّنَ رَبُّكُمْ لَئِن شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ وَلَئِن كَفَرْتُمْ إِنَّ عَذَابِي لَشَدِيدٌ".

صدق الله العظيم، سورة ابراهيم الاية 7.

يا ربنا لك الحمد والشكر كما ينبغي لجلال وجهك وعظيم سلطانك، لك الحمد على نعمك الجسيمة والآئك العظيمة، وعلى ما أنعمت علي به من تمام لهذا الجهد وإنجازه، فالحمد لله رب العالمين حمداً كثيراً طيباً مباركاً فيه، والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين، سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.

وفي نهاية الطريق لبدء طريق جديدة لا يسعني إلا أن أتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى الأستاذ الدكتور الفاضل تركي راجي الحمود الذي تفضل بالإشراف على هذه الرسالة، وغمرني بحلمه وعطائه وبتوجيهاته القيمة التي أغنت هذا المجهود وساعدت بإخراجه إلى النور، فجزاه الله عني خير الجزاء وجعل كل ما انفق من وقت وجهد في ميزان أعماله إنه جواد وهاب.

كما وأتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى أعضاء لجنة المناقشة الكرام الدكتور زياد زريقات والدكتور إياد السرطاوي لتفضلهم بمناقشة هذه الرسالة وأثرائها بالملاحظات والتوجيهات القيمة، وإلى جميع أساتذتي الأفاضل أعضاء الهيئة التدريسية في كلية الاقتصاد والعلوم الادارية لما أولوني اياه من رعاية واهتمام خلال فترة دراستي.

وأتقدم بالشكر والعرفان الى جميع اصدقائي وزملائي لما قدموه من دعم ونصح وتحفيز، وأخص بالذكر أخي وصديقي فرسان نصيرات.

شكراً لكم جميعاً.

الباحث.

قائمة المحتويات

الموضوع | الصفحة

الفصل الثالث

الدراسات السابقة والفرضيات

الفصل الرابع

منهجية الدراسة

الفصل الخامس

تحليل البيانات واختبار الفرضيات

الفصل السادس

ملخص النتائج والتوصيات

المراجع

الملاحق

فهرس الجداول

الجدول **الصفحة**

فهرس الاشكال

الشكل **الصفحة**

الملخص باللغة العربية

الكوفحي، محمود خالد، محددات هيكل رأس المال في شركات التأمين الأردنية، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، 2013م. (المشرف: أ.د. تركي راجي الحمود)

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على محددات هيكل رأس المال في شركات التأمين الأردنية خلال الفترة (2009-2011). ولتحقيق هذه الأهداف تشكلت عينة الدراسة من 25 شركة تأمين مدرجة في بورصة عمان، لتشكل بذلك العينة ما نسبته 92.6% من مجتمع الدراسة، واستخدمت الأساليب الإحصائية الوصفية وأسلوب VIF لاختبار صحة نموذج الدراسة حيث اعتبر مستوى الرفع المالي في هيكل رأس المال المتغير التابع في حين تمثلت المتغيرات المستقلة في: حجم الشركة، والربحية، وفرص النمو، والتدفق النقدي الحر، والوفورات الضريبية من دون الفوائد، والإنحرافات عن مستوى الدين المستهدف، وتوزيع الأرباح.

وقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: أن متوسط مستوى الرفع المالي في شركات التأمين بلغ ما نسبته 50.35% من هيكل رأس المال وهي نسبة مرتفعة مقارنة بمثيلاتها في الأسواق المتقدمة، كما بينت النتائج أن هناك تأثير ذو دلالة احصائية لبعض المحددات على مستوى الرفع المالي حيث كان للحجم، والانحراف عن مستوى الدين المستهدف، وتوزيع الأرباح أثر ايجابي على مستوى الرفع المالي. بينما كان للربحية وفرص النمو أثر سلبي، ولم يكن للتدفق النقدي الحر والوفورات الضريبية من دون الفوائد أثر يذكر على مستوى الرفع المالي في هيكل رأس المال. واختلفت هذه النتائج مع العديد من الدراسات السابقة ويمكن ارجاع ذلك إلى الطبيعة المختلفة لشركات قطاع التأمين واختلاف تأثير هذه المحددات على الشركات العاملة في الدول النامية مع تلك المتواجدة في الدول المتقدمة بالإضافة إلى تبعات الازمة المالية العالمية على الشركات الاردنية وما نشأ عنها من تغير في السياسات التمويلية لهذه الشركات. وفي ضوء هذه النتائج توصي الدراسة بضرورة الاخذ بعين الاعتبار العوامل المستقلة والمؤشرات المالية المؤثرة عند بناء هيكل رأس المال لهذه الشركات.

الكلمات المفتاحية: التمويل بالدين، محددات هيكل رأس المال، شركات التأمين الأردنية.

الفصل الاول

الإطار العام للدراسة

1- المقدمة

2- مشكلة الدراسة

3- أهداف الدراسة

4- أهمية الدراسة

5- محددات الدراسة

6- خطة الدراسة

1-1 المقدمة

تتعدد وتتنوع مصادر تمويل الشركات، فهناك مصادر طويلة الأجل، وأخرى قصيرة الأجل. ومن مصادر داخلية (أموال من داخل الشركة) ومصادر خارجية (أموال من خـارج الشركة)، كما تتباين هذه المصادر من حيث تكلفتها ودرجة الخطر المصاحبة لهـا. وتحـدد الشركة احتياجاتها التمويلية وكذلك هيكلها التمويلي في ضوء إعتبارات عديدة تتعلـق بنـوع وحجم إستثماراتها وطبيعة إدارتها ونظرتها تجاه كل من أهداف الـربح والسـيولة والخطـر (أندراوس، 2006، ص7).

ويتوقف الأداء المالي الإيجابي على قدرة الشركة في تشكيل التوليفة المثلى لهيكل رأس المال ومدى إستخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تكافئ دوران أصلها الاقتصادي بما يضمن تشكيل الثروة، والرفع من معدل النمو، وبالتالي قيمة الشركة بشكل عام. فمن هذا المنطلق يمكن إعتبار أن هيكل رأس المال هو العنصر الأساسي و الركن الرئيس في موضوع تقييم وقياس الأداء المالي للشركة، لأنه يصعب الحديث عن شركة اقتصادية من دون هيكل رأس المال (عبد الغني، 2008، ص17).

إن من أكثر الموضوعات المثيرة للجدل في حقل الإدارة المالية تلك التي ترتبط بصـياغة هيكل رأس المال، تلك الصياغة التي تحدد المزج الخاص بين حقـوق المـالكين والقـروض المستخدمة في تمويل إستثمارات الشركة. وعلى الرغم من أن هذا المزيج يتغير من فترة إلى أخرى إلا أن إدارة الشركة لا بد وأن يكون في منهجها أو سلوكها الإداري هيكل رأس مـال مستهدف، ولا بد أن تكون كل القرارات المالية متسقة مع هذا الهيكل المستهدف والمرسوم في ذهن الإدارة (الزبيدي، 2011، ص185).

وتسعى إدارة الشركة للوصول إلى هيكل رأس المال المستهدف لها، والذي بدوره يقوم بتعظيم القيمة السوقية لأسهم الشركة، وتستطيع تغيره من فترة إلى أخرى حسب ظروف الشركة الداخلية والخارجية السائدة، ويعتبر هذا هو هيكل رأس المال الأمثل للشركة والذي يجب عليها الوصول إليه (Brigham & Ehrhardt, 2008).

وتجدر الإشارة إلى أن اختيار هيكل رأس المال الأمثل يجنب الشركة من التعرض للمخاطر المالية، وهي المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية وتنشأ بسبب إعتماد الشركة على مصادر تمويل أخرى تدفع عليها تكاليف ثابتة كالقروض والأسهم الممتازة، ولو كانت الشركة ممولة بالكامل من خلال أموال الملكية لإنحصرت مخاطر الشركة بمخاطر النشاط الذي تمارسه، ويعبر عن المخاطر المالية بدرجة الرفع المالي (موسى وآخرون، 2012، ص149). وبالإعتماد على نظرية العلاقة التوازنية Static Trade-off Theory فإن هناك تكاليف وفوائد لإستخدام الدين في تمويل الشركات، ويحدد المستوى الأمثل لهيكل رأس المال عند تساوي المنفعة الحدية مع التكاليف الحدية لأي وحدة إضافية من الدين المستخدم في التمويل (Myers, 1984, p577).

وقبل كل ذلك يجب أن نميز بين مفهوم الهيكل المالي Financial Structure، وهيكل رأس المال Capital Structure. يقصد بالهيكل المالي جميع مصادر التمويل التي تظهر في الجانب الأيسر من الميزانية العمومية، أي أن:

الهيكل المالي = المطلوبات المتداولة + المطلوبات طويلة الأجل + حقوق المساهمين.

أما هيكل رأس المال فهو يقتصر على مصادر التمويل طويلة الأجل فقط، أي أن:

هيكل رأس المال = المطلوبات طويلة الأجل + حقوق المساهمين.

لذلك، فـــإن الهدف الرئيس لإدارة الشركة هو كيفية اختيار المزيج المناسب من مصـــادر التمويل طويلة الأجل والذي يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية لسهم الشركة في السوق المـــالي، وتخفيض تكلفة رأس المال إلى أدنى حد ممكن (تيم، 2011، ص339).

مما سبق يتضح لنا أن إدارة الشركة تسعى دائماً للحصول على أفضل توليفة ممكنة للمزيج المكون لهيكل رأس المال لتحقيق أهم هدفين تسعى لهما أي شركة وهما تعظـــيم الأربـــاح و تعظيم القيمة السوقية لأسهم الشركة.

1-2 مشكلة الدراسة

يؤثر أسلوب تمويل هيكل رأس المال على ربحية الشركات، وبالتالي لا بد مـــن إختيـــار أفضل مزيج من مصادر التمويل، مع الأخذ بعين الإعتبار تأثير محددات هيكل رأس المـــال على نسبة استخدام الديون فيه، ولذلك تناولت هذه الدراسة محددات هيكل رأس المـــال فـــي شركات التأمين الاردنية.

ويمكن التعرف على مشكلة الدراسة من خلال الأسئلة التالية:

1. هل هناك تأثير لحجم الشركة على هيكل رأس المال في شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان؟
2. هل هناك تأثير لربحية الشركة على هيكل رأس المال في شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان؟

3. هل هناك تأثير لفرص النمو على هيكل رأس المال في شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان؟

4. هل هناك تأثير للتدفق النقدي الحر على هيكل رأس المال في شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان؟

5. هل هناك تأثير للوفورات الضريبية من دون الفوائد على هيكل رأس المال في شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان؟

6. هل هناك تأثير للإنحراف عن مستوى الدين المستهدف على هيكل رأس المال في شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان؟

7. هل هناك تأثير لتوزيع الأرباح على هيكل رأس المال في شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان؟

1-3 أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة بشكل عام إلى التعرف على محددات هيكل رأس المال في شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان. وبشكل أكثر تحديداً فقد تمثلت هذه المحددات بحجم شركات التأمين، وربحيتها، وفرص النمو لها، والتدفق النقدي الحر من العمليات التشغيلية لها، والوفورات الضريبية، والأنحراف عن مستوى الدين المستهدف من قبل ادارة الشركة، وتوزيع الأرباح على المساهمين، كما هدفت إلى قياس مدى استخدام الديون في تمويل هيكل رأس المال لشركات التأمين.

4-1 أهمية الدراسة

أضحى لشركات التأمين أهمية كبرى في المجتمعات، وذلك باعتبارها مظلة أمان لتغطية الخسائر الناتجة عن المخاطر التي قد تقع على الأفراد أو الشركات داخل المجتمع، وأيضاً باعتبارها إحدى وسائل الإدخار والإستثمار، اضافة إلى الأهمية النسبية في إنعاش حركة التنمية من خلال دورها في إعطاء الراحة والثقة للشركات بمختلف أنواعها وأحجامها في ممارسة نشاطاتها دونما تردد أو تحفظ. ويشغل قطاع التأمين الأردني حيز مهم في السوق الأردني وتساهم شركاته بشكل مباشر في بناء الاقتصاد الأردني.

تعتبر عملية إتخاذ القرارات التمويلية بشأن إختيار التركيبة المثلى لهيكل رأس المال من أهم القرارات التي تتخذها إدارة الشركة لما لها من تأثير مباشر على ثروة مساهميها، إذ أن إختيار هذه التركيبة من دون إحتساب تأثير محددات هيكل رأس المال عليه ينتج عنه كلف مختلفة وبالتالي قرارات تمويلية مختلفة، ومن هنا برزت أهمية الدراسة إذ تم التركيز على محددات هيكل رأس المال ومدى استخدام هذه الشركات للديون في سبيل تمويله بالإعتماد على هذه المحددات، خاصة وأن عملية إتخاذ القرارات المثلى للتمويل تؤدي إلى تحقيق أهداف الشركة، وكذلك درجة تأثير هذه العوامل في إتباع سياسة تمويلية معينة.

مما سبق وفي حدود علم الباحث يمكن القول بأن هذه الدراسة تعود بالنفع على إدارات شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان، من حيث أنها تبين أهم المحددات المرتبطة بصياغة هيكل رأس المال إذ تساعد في إتخاذ القرار التمويلي الأمثل والذي يؤدي إلى تحسين الأداء للشركات، كما تعود بالنفع على المساهمين والمقرضين من خلال مساعدتهم على بناء التوقعات المتعلقة بمستقبل الشركة من خلال مصادر تمويلها.

5-1 محددات الدراسة

1. اقتصرت الدراسة على المحددات الداخلية لهيكل رأس المال ولم تتناول المحددات الخارجية المتمثلة بالظروف الاقتصادية السائدة مثل معدل التضخم والإزدهار أو الكساد وغيرها وذلك لصعوبة السيطرة عليها.
2. اقتصرت هذه الدراسة على شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان للفترة ما بين 2009-2011 وبالتالي لا يمكن تعميم نتائج الدراسة على جميع السنوات وجميع القطاعات، بسبب الخصائص المختلفة لقطاع التأمين.
3. اعتبرت الدراسات التي تناولت محددات هيكل رأس المال في القطاع المالي الأردني محدودة.
4. تم الإعتماد على الارقام الواردة في القوائم المالية لشركات التأمين كما هي دون تعديل مما قد يؤثر على نتائج الدراسة، لتجنب الإختلافات في السياسات المحاسبية المطبقة من شركة إلى أخرى داخل القطاع الواحد، إضافة إلى تجنب التباين في القوانين والأعراف الخاصة التي تحكم كل قطاع.

6-1 خطة الدراسة

تتكون هذه الدراسة من ستة فصول بما فيها هذا الفصل الذي هو عبارة عن مقدمة لتحديد مشكلة الدراسة، وأهداف الدراسة، وأهم الجهات التي يمكن أن تستفيد من الدراسة، بالإضافة إلى محددات الدراسة. أما الفصل الثاني قد تناول الإطار النظري للدراسة والذي يتطرق إلى تقديم نبذة عامة عن مفهوم هيكل رأس المال، ومكوناته، وأساليب تحديده، إضافة إلى بعض محدداته.

ويتناول الفصل الثالث الدراسات العربية والاجنبية ذات الصلة بموضوع الدراسة الحالية وكذلك فرضيات الدراسة بالإضافة إلى ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة. أما الفصل الرابع فقد خصص للمنهجية المتبعة من أجل تحقيق أهداف الدراسة ويتضمن الأسلوب المتبع في الدراسة وفترة الدراسة، ومصادر جمع البيانات، بالإضافة إلى تحديد مجتمع وعينة الدراسة ونموذج للدراسة، وأساليب المعالجة الاحصائية المناسبة. وخصص الفصل الخامس لتحليل البيانات واختبار الفرضيات، في حين خصص الفصل السادس والأخير لعرض نتائج الدراسة، بالإضافة إلى التوصيات وأهم البحوث المستقبلية.

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

1-تمهيد

2-مفهوم هيكل رأس المال

3-مكونات هيكل رأس المال

4-أساليب تحديد هيكل رأس المال

5-العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال

6-نظريات صياغة هيكل رأس المال

2-1 تمهيد:

ظهر مفهوم هيكل التمويل نتيجة لتعدد مصادر التمويل المتاحة للشركات واختلاف طبيعة كل مصدر، لذلك فإن إتخاذ القرار بشأن إعتماد سياسات التمويل الملائمة للشركة من أهم وظائف إدارة الشركة والتي يجب عليها أن تتخذ القرارات بشأن إعتماد السياسات المناسبة لهيكل التمويل الذي يتعلق بتمويل إجمالي الأصول أو الإستثمارات سواء الإستثمار في الأصول المتداولة أو طويلة الأجل، والجانب الاخر الذي تهتم به الإدارة هو قرار هيكل رأس المال الذي يرتبط بتحديد مصادر التمويل طويلة الأجل والدائمة سواء كانت أدوات ملكية أو أدوات دين بعد أن يتم وضع الخطط الخاصة وتحديد احتياجات الشركة المالية خلال الفترة القادمة (ال شبيب، 2010، ص155).

ولهذا فإن صياغة هيكل رأس المال إنما تحتاج إلى أداء معين ومتميز بسبب محتويات هذا الهيكل، فالإدارة تعرف أن الإعتماد على القروض في تكوين هيكل رأس المال إنما يؤدي إلى زيادة المخاطر المالية التي تتعرض لها الشركة، ولكن في مقابل ذلك فإن الإعتماد على القروض يؤدي إلى زيادة معدل العائد على حقوق الملكية ويضمن تعظيماً في القيمة السوقية للأسهم العادية (الزبيدي، 2011، ص185).

والهيكل الأمثل لرأس المال في أي شركة، يتطلب إيجاد التركيبة المثلى لعناصر رأس المال بحيث تكون التكلفة المرجحة في حدها الأدنى، وذلك حسب المعطيات والبيئة المحيطة بالشركة، من حيث مصادر التمويل المتاحة، والقيود المفروضة على تلك المصادر، ومن حيث الشروط والفوائد المفروضة، والسياسات التي تتبناها إدارة الشركة من حيث نسبة الرفع

المالي، وكذلك سياسة توزيع الأرباح، أضافة إلى معدل العائد الداخلي المتوقع على الاستثمار في المشروع المنوي تمويله (داوود، 2012، ص180).

2-2 مفهوم هيكل رأس المال:

من خلال ما سبق يتبين أن الهدف الرئيس لإدارة الشركة هو كيفية إختيار المزيج المناسب من مصادر التمويل طويلة الأجل والذي يؤدي الى تعظيم القيمة السوقية لسهم الشركة في السوق المالي، أي كيف يمكن إختيار المزيج المناسب من مصادر التمويل طويلة الأجل والذي يؤدي الى تخفيض تكلفة رأس المال والتي تتم عن طريق مقارنة تكاليف وفوائد إستخدام الدين في تمويل الشركات.

وقد عرف (Subramanyam & Wild, 2009, p547) هيكل رأس المال بأنه "أسلوب تمويل الشركات المتكون من الديون وحقوق الملكية وهو غالباً ما يقيس الحجم النسبي لمصادر التمويل المختلفة".

في حين يرى (Brigham & Ehrhardt, 2008, p565) هيكل رأس المال أنه "أسلوب تمويل أصول الشركة، والذي يبين النسبة المستخدمة من عناصر رأس المال من قبل الشركة والمتمثلة بالديون والأسهم الممتازة والعادية والأرباح المحتجزة". ومن جانب أخر عرف (Afza & Hussain, 2011, p219) هيكل رأس المال بأنه "المزيج المتكون من التمويل بالدين وحقوق الملكية، والذي يشكل رأسمال الشركة ويعكس السلوك التمويلي لها في تمويل عملياتها الحالية وفرص النمو والتوسع المستقبلية ويعتبر هذا القرار من اهم مهام الإدارة المالية للشركة".

وقد اعتبر (Nimalathasan & Brabete, 2010, p7) هيكل رأس المال بأنه "جزء من الهيكل المالي ويتكون من الموارد الدائمة لرأسمال الشركة والتي تكون على شكل الديون طويلة الأجل والأسهم العادية والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة لدى الشركة".

ومن خلال ما سبق يمكن الخروج بالتعريف التالي: هيكل رأس المال هو الأسلوب الذي يتم من خلاله تمويل أصول الشركة وذلك بإستخدام الموارد طويلة الأجل المتكونة من الخصوم طويلة الأجل وحقوق الملكية، للوصول إلى أفضل مزيج من هذه الموارد والذي يؤدي بدوره إلى تعظيم ثروة ملاك الشركة.

2-3 مكونات هيكل رأس المال:

تمثل قرارات التمويل أهم القرارات المالية التي تتخذها إدارة الشركة، وعادة ما تلجأ إلى استخدام إستراتيجيات محددة توضح طبيعة وأنواع مصادر التمويل التي تحتاجها الشركة سواء على المدى المنظور أو المستقبلي، حيث يمكن تقسيم مصادر تمويل هيكل رأس المال إلى قسمين: مصدر التمويل الداخلي أو الذاتي ويتمثل بالأرباح المحتجزة، ومصدر التمويل الخارجي ويتضمن الأسهم العادية والأسهم الممتازة والقروض طويلة الأجل والسندات، وفيما يلي بيان لهذه المصادر:

2-3-1مصادر التمويل الداخلي:

- الأرباح المحتجزة Retained Earnings

يعتبر التمويل الذاتي مصدراً ذو أهمية كبيرة خاصة في الشركات الناجحة. ويقصد بذلك تلبية احتياجات الشركة من السيولة من الأرباح غير الموزعة.

ويؤدي الإعتماد على الأرباح المحتجزة في تمويل الشركة إلى عدم تحمل للأعباء الثابتة مثل الأعباء التي تتحملها الشركة عند التمويل بالسندات والقروض والأسهم الممتازة، ولكن يمكن انتقاد الإعتماد على الأرباح المحتجزة في تمويل التوسع بأن التوسع سوف يكون بطيئاً ومتوقفاً على قيمة الأرباح المحتجزة بالإضافة إلى أن اعتماد المشروع على الأرباح المحتجزة في التمويل يحول بينه وبين تحقيق مزايا التمويل عن طريق الأسهم والسندات (المرسي واللحلح، 2010).

2-3-2 مصادر التمويل الخارجي:

وتمثل بالجزء الأخر من حقوق الملكية والمديونية التي ينبغي على الشركات تسديد قيمتها في تاريخ لاحق، وقد تعتبر مصادر تمويل اساسية في بعض الشركات ومصادر تمويل ثانوية في شركات أخرى ويمكن تقسيمها الى نوعين:

أ) الأسهم العادية Common Stock

تعتبر الأسهم العادية المصدر الرئيس لتمويل وتكوين رأس المال وخاصة في مرحلة التأسيس حيث يتم تقسيم رأس المال إلى حصص متساوية (أسهم) ويتم طرحها للجمهور للإكتتاب، وتتغير قيمة السهم العادي تبعاً لظروف الشركة المالية وللظروف الاقتصادية العامة (موسى وآخرون، 2012، ص62).

ب) الأسهم الممتازة Preferred Stocks

تعتبر الأسهم الممتازة من مصادر التمويل طويلة الأجل، حيث تمثل أداة مالية تجمع خصائص السهم العادي والسندات حيث تتشابه الأسهم الممتازة مع السندات من حيث وجود

نسبة ثابتة من العوائد يتقاضاها حملة هذه الأسهم وهو ما يشبه العائد الكوبوني المثبت على السند، ولا يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق التصويت وإختيار مجلس إدارة الشركة (خصاونة، 2011، ص161).

ج) السندات Bonds

تعتبر السندات إحدى أهم أدوات الإقتراض التي تصدرها الشركات، وتعرف على أنها قروض طويلة الأجل تتعهد الشركة بسدادها في تاريخ معين مع دفع عائد في فترات دورية، وحامل السند دائن له حق إسترداد أمواله في تاريخ محدد، وهذا الحق قانوني بمعنى أن فشل المشروع في سداد ما عليه من التزامات يؤدي إلى اتخاذ بعض الإجراءات القضائية بالإضافة إلى ذلك فإن للدائن أولوية الحصول على حقه قبل المساهم الممتاز أو المساهم العادي مقابل الحصول على دخل محدد مضمون سواء ربح المشروع أو لم يربح (المرسي واللحلح، 2010، ص335).

تصدر سندات الشركة بموجب اتفاقية السند Indenture وتبين هذه الاتفاقية حقوق المقرض ومسؤلية المقترض، كما أنها تبين شروط الإصدار من حيث معدل الفائدة على السندات، وكيفية دفع هذه الفائدة وفترة الاستحقاق ووصف البيانات إن وجدت بالإضافة إلى أية شروط مرتبطة بالإصدار(تيم، 2011، ص112).

د) القروض طويلة الأجل Long Term Debt:

يمثل الإقتراض طويل الأجل مديونية على الشركة، يجب الإلتزام بها وسدادها. وتحصل الشركة على هذه القروض من الشركات المالية كالبنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار،

وتستحق هذه القروض في مدة قد تصل الى عشرين عاما. وفيما يتعلق بمعدل الفائدة فقد يكون ثابتاً أو يترك تحديده لعوامل العرض والطلب (عبدالله والسهلاوي، 2009، ص413).

إن أسباب إختيار التمويل بواسطة القروض طويلة الأجل يعود إلى الصعوبات التي تواجهها الشركة في اصدار أسهم جديدة أو عدم امكانيتها الحصول على مصدر تمويل مناسب، وفي بعض الاحيان يشكل هذا النوع من الاقتراض كلفة أقل من المصادر الأخرى على اعتبار أن الفائدة على القروض والعمولة المدفوعة تخفض من الربح الخاضع للضريبة أي توفر الميزة الضريبية لمثل هذا النوع من مصادر الأموال، مع الإشارة إلى وجود عوامل محددة لمبلغ القرض وخاصة في حالة عدم توفر الضمانات الكافية لتغطية مبلغ القرض أو لمحدودية قدرة المقترض على تسديد الإلتزامات المترتبة عليه (آل شبيب، 2009، ص138).

يتبين مما سبق أنه على إدارة الشركة أن تعتمد على كل من الأسهم والسندات والأرباح المحتجزة والقروض طويلة الأجل في تمويل هيكل رأس المال بنسب متفاوتة ويتوقف ذلك على ظروف الشركة، والقطاع التي تعمل به، وسعر الفائدة السائد بالسوق، وظروف السوق المالية، ومقدار النقد المطلوب، ومدى استقرار أرباح الشركة ونوع التوسع المطلوب على أن تأخذ الإدارة في اعتبارها السيولة والربحية.

2-4 اساليب تحديد هيكل رأس المال:

إن من أهم وظائف إدارة الشركة هو التخطيط لتمويل هيكل رأس مال، وبناءاً على ذلك تقوم بتحديد مصادر التمويل من حيث التمويل الداخلي والتمويل الخارجي ومن ثم إختيار مصادر التمويل المناسبة لتحقيق أهداف الشركة، وبالتالي تحديد حصة الأموال التي يجب

تمويلها بالاقتراض أو بالملكية، ويمكن ذلك من خلال إستخدام بعض الأساليب لتحديد هيكل رأس المال الملائم للشركة، وأهم هذه الأساليب ما يلي:

2-4-1 أسلوب الرافعة المالية والتشغيلية:

تلجأ العديد من الشركات لإستخدام الرفع (Leverage) لتحسين نتائج أعمالها، فالرفع يستخدم لتضخيم نتائج اعمال الشركة التي تتمثل في العوائد المتحققة من اعمالها المعتادة. تمثل الرافعة المالية (Financial Leverage) مدى إعتماد إدارة الشركات على القروض في تمويل موجوداتها، في حين تعد كلفة التمويل بالدين من أدنى كلف التمويل المتاحة للشركات (سلام، 2007).

وتعني الرافعة المالية نسبة الدين التي ترتبط بطبيعة هيكل رأس المال أي مكونات رأس المال من حقوق الملكية والقروض، حيث تمثل مدى إعتماد الشركة على الديون والأسهم الممتازة في تشكيل هيكل رأس المال، وإذا كانت هذه النسبة مرتفعة فتكون نسبة الرفع المالي لدى الشركة مرتفعة، وعادة ما تكون الديون مصادر منخفضة التكاليف لأنخفاض المخاطر بالنسبة إلى المستثمرين أضافة إلى التوفير الضريبي الذي تحصل عليه الشركة، لذلك فإن الشركات التي تمول نسبة عالية من رأسمالها بالاقتراض تكون أكثر عرضة لمخاطر الرفع المالي (Brigham & Ehrhardt, 2008).

وتقاس درجة الرفع المالي عن طريق:

درجة الرفع المالي = صافي الربح التشغيلي / صافي الربح قبل الضرائب

وقد عرف (Mseddi & Abid, 2010) درجة الرفع المالي (Degree of Financial Leverage) بأنها نسبة التغير التي تحدث في عائد السهم العادي، بسبب التغير بنسبة معينة تحدث في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب.

وأشارت نتائج بعض الدراسات السابقة والمعنية في هذا الموضوع مثل دراسة (نوفل وآخرون، 2012) والتي اهتمت بتقييم أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الاردنية بإستخدام معدل العائد لفترة 1997-2007، أنه هناك زيادة للمخاطر المالية في الشركات الصناعية والناتجة عن استخدام درجات عالية من الرفع المالي وارتفاع كلفة الاقتراض ايضاً، وقد أوصت الدراسة بالتقليل من استخدام الرفع المالي والبحث عن مصادر تمويلية أخرى غير الاقتراض الخارجي مثل التمويل بالملكية.

أما بالنسبة إلى الرفع التشغيلي (Operating Leverage) فإنه يتأثر في أي شركة بهيكل التكاليف فيها فهو ينشأ عن وجود التكاليف الثابتة في هيكل التكاليف للشركة، مع ملاحظة أن التكاليف الثابتة لا تشمل الفوائد المدفوعة على المديونية، ويعبر الرفع التشغيلي عن حساسية صافي الربح التشغيلي للتغير في المبيعات.

ويكون الرفع التشغيلي أكبر ما يمكن كلما زادت نسبة اعتماد الشركة على استخدام التكاليف الثابتة (Fixed Cost) على حساب التكاليف المتغيرة (Variable Cost) وينتج عن ذلك زيادة نسبة هامش الربح أو مجمل الربح، ويشير الرفع التشغيلي إلى مدى قدرة الشركة على تعظيم صافي الربح التشغيلي عند الزيادة في نسبة المبيعات (Hilton, 2008).

وتقاس درجة الرفع التشغيلي عن طريق:

درجة الرفع التشغيلي = التغير النسبي في الربح التشغيلي / التغير النسبي في المبيعات

وعرف (Mseddi & Abid, 2010) درجة الرفع التشغيلي (Degree of Operating Leverage) بأنه نسبة التغير في الدخل التشغيلي (صافي الدخل قبل الفوائد والضرائب) التي تنتج عن تغير المبيعات بنسبة معينة.

وأشارت نتائج دراسة نوفل وآخرون (2012) إلى ارتفاع مخاطر الأعمال في الشركات الصناعية بسبب ارتفاع نقطة التعادل والناتجة عن استخدام الرفع التشغيلي، وأوصت الدراسة الشركات الصناعية بزيادة كفاءتها التشغيلية من خلال استخدام معدلات أقل من الرفع التشغيلي والتخلص من بعض أعباء المصاريف التشغيلية المتضخمة.

2-4-2 تحليل نسبة المديونية:

إن نسب المديونية تركز على قياس مقدرة الشركة على خدمة الديون طويلة الأجل وقدرتها على سداد هذه الديون عندما يحين موعد إستحقاقها كما وتقيس هذه النسب مدى اعتماد الشركة على الديون لتمويل إجمالي أصولها. أي أنها تبين مقدار رأس المال الذي يساهم به الملاك مقابل القروض التي ساهم بها الدائنون في مجموع أصول الشركة، وأن هذه النسب هي مجال اهتمام شركات الاقراض بشكل عام، مثل البنوك التجارية، حيث تقوم هذه البنوك بدراسة القوائم المالية للشركات التي تتقدم إليها بطلبات اقتراض بهدف تحليل قدرة هذه الشركة على سداد هذه القروض في مواعيد استحقاقها (خصاونة،2011، ص49).

وأشار (Subramanyam & Wild, 2009) إلى أهم هذه النسب وهي:

1) نسبة القروض إلى إجمالي الأصول Total Debt to Total Assets

تقيس هذه النسبة درجة مساهمة الدائنين في مجموعة أصول الشركة ويتم حساب تلك النسبة بقسمة مجموع الإلتزامات على مجموع الأصول:

نسبة الديون = إجمالي الديون / إجمالي الأصول

وتشير هذه النسبة إلى درجة الخطورة التي تحيط بالشركة أي أنه كلما زادت هذه النسبة زادت معها المصاريف الثابتة (الفوائد والسندات وأقساط القروض) الواجب على الشركة دفعها مما يزيد من احتمالية عجز الشركة على الالتزام بها، لذلك يفضل الدائنون نسب الديون المنخفضة لأنه كلما انخفضت هذه النسبة كلما زادت حماية الدائنين من الخسارة في حال افلاس الشركة.

2) معدل اكتساب الفوائد Times Interest Earned Ratio

يقيس هذا المعدل الدرجة التي يمكن لصافي الربح أن ينخفض لها دون أن يؤثر على مقدرة الشركة على دفع الفوائد السنوية. أي أنه يشير إلى عدد مرات اكتساب الفوائد من ربح الشركة على اعتبار أن هذا المصروف هو المصروف الثابت الوحيد الذي على الشركة تغطيته من الأرباح، ويتم إحتساب هذه النسبة بقسمة صافي الربح قبل الضرائب والفوائد على الفوائد.

معدل اكتساب الفوائد = (صافي الربح + الضرائب + الفوائد) / الفوائد

إن معرفة هذه النسبة يعتبر أمراً هاماً لأن عدم استطاعة الشركة على دفع الفوائد السنوية يمكن أن يؤدي إلى افلاسها. كما أن هذه النسبة تضمنت صافي الربح قبل الضرائب لأنه يمثل

الحد الأقصى الذي يمكن دفعه كفوائد ولأن تلك الفوائد تعتبر نفقات يجب خصمها قبل إحتساب أية ضرائب.

3) معدل تغطية الاعباء الثابتة Fixed Charge Coverage Ratio

يعتبر هذا المعدل أكثر شمولاً من معدل اكتساب الفوائد، حيث يتضمن أعباء الإيجار التمويلي طويل الأجل، حيث انتشر مؤخراً ما يسمى بالتأجير التمويلي، والمتضمن إستئجار الأصول لأجل طويل ويتم دفع أعباء الإيجار سنوياً. ويتم إحتساب هذا المعدل بإستخدام المعادلة التالية:

معدل تغطية الاصول الثابتة = (صافي الربح قبل الضرائب والفوائد + الفوائد + الإيجار) / (الفوائد المدفوعة + الإيجارات المدفوعة)

وإذا كان المعدل المتوسط لتغطية الاصول الثابتة أقل من معيار الصناعة فإن هذا يعني أن الشركة أقل مقدرة على تسديد ديونها أو خدمتها من الشركات الأخرى في نفس الصناعة وبالتالي فإنها ستجد صعوبة في الحصول على ديون إضافية.

2-5 محددات هيكل رأس المال:

هناك إختلاف في تركيبة هيكل رأس المال للشركات العاملة في مختلف الدول، وأيضاً للشركات العاملة في القطاعات المختلفة في نفس الدولة، بل يمتد هذا الاختلاف للشركات العاملة في نفس القطاع، فبعضها يعتمد بشكل كلي على أموال الملكية والبعض الأخرعلى أموال الإقتراض، بينما تعتمد أغلب الشركات على المزج بين المصدرين بنسب متفاوتة.

ويعود هذا الاختلاف إلى مجموعة من العوامل المحددة تتغير تبعاً للحالة الاقتصادية العامة والحالة الداخلية وطبيعة عمل الشركة. وسيتم التطرق لها بالتفصيل في الفصل الثالث.

6-2 نظريات صياغة هيكل رأس المال:

قدم الباحثون في مجال الإدارة المالية عدداً كبيراً من النظريات التي تبحث في هيكل رأس المال الأمثل Optimal Capital Structure وتقدم تفسيراً لأسباب اختلاف هيكل رأس المال من شركة إلى أخرى. وسيتم التطرق إلى أهم هذه النظريات:

❖ نظرية Modigliani & Miller:

تعتبر هذه النظرية بأن القيمة السوقية لأي شركة مستقلة عن هيكل رأس المال لها، حيث يمكن توقع هذه القيمة عن طريق حساب معدل العائد المستقبلي للشركة، وكان لها عدة افتراضات (Modigliani & Miller, 1958):

1- عدم وجود ضريبة على دخل الشركات.

2- عدم وجود عمولات وساطة عند شراء أو بيع الأوراق المالية.

3- خلو المديونية من المخاطر الائتمانية.

4- خطر الاعمال ثابت فالشركات التي تعمل في نفس الصناعة تكون متجانسة من حيث المخاطر.

5- توفر نفس المعلومات لدى المساهمين وإدارة الشركات عن فرص الإستثمار المستقبلية.

6- تساوي تكلفة الإقتراض المفروضة على المستثمرين الأفراد والشركات.

❖ نظرية العلاقة التوازنية Static Trade-off Theory

إعتبر (Myers, 1984) أن الشركات التي تتبع نظرية العلاقة التوازنية عند صياغة هيكل رأس المال تقوم بوضع مستوى مستهدف من المديونية وتتحرك إليه بشكل تدريجي، وتأخذ بعين الإعتبار النتائج الإيجابية المتحققة من الوفورات الضريبية مع النتائج السلبية من تكاليف الافلاس الناتجة عن التمويل بالمديونية وبتحقيق هذه الموازنة تتمكن الشركات من الوصول إلى هيكل رأس المال الامثل.

وافترضت نظرية العلاقة التوازنية أن قيمة الشركات التي تستخدم المديونية في تمويل هيكل رأس المال لها تساوي قيمة الشركات التي لا تستخدم المديونة في التمويل مضاف لها أي تأثير ينتج عن المديونية سواء كان الوفورات الضريبية او التكاليف المترتبة بسبب العجز المالي (Brigham & Ehrhardt, 2008, p578).

❖ نظرية ترتيب أولويات التمويل Pecking order theory

تم تطوير هذه النظرية عن طريق (Mayers and Majluf (1984 و Mayers(1984) حيث ترى أن هناك ترتيباً تسلسلياً لمصادر التمويل المختلفة لدى الشركات، إذ يفضل التمويل عن طريق المصادر الداخلية والمتمثلة بالأرباح المحتجزة في البداية، بعد ذلك يتم الإتجاه إلى التمويل الخارجي بشقيه، أولاً التمويل عن طريق الإقتراض من البنوك والشركات المالية وثانياً التمويل عن طريق الأصدارات الجديدة من السندات والأسهم.

تعتبر نظرية (POT) أن اعتماد الشركات على الإقتراض لا يتم إلا في حالة نقص السيولة الداخلية الواجب توافرها لتمويل الإستثمارات، وبذلك فإن الشركات ذات الربحية العالية

ينخفض فيها مستوى الاقتراض لكونها تمتلك السيولة الكافية، وحسب هذه النظرية هناك علاقة سلبية بين نسبة التمويل بالدين والربحية وطردية مع نسبة النمو.

❖ نظرية الوكالة Agency cost

طورت هذه النظرية عن طريق Jensen & Meckling (1976) حيث وضحت أن هناك نوعان من تضارب المصالح الأول بين مدراء الشركات والمساهمين، وذلك يحدث بسبب تقديم المدراء لمنفعتهم الشخصية على مصلحة الشركاة لينشيء في الأتجاه المقابل عدم الرضى من قبل المساهمين بسبب زيادة التكاليف والتي تؤدي إلى تخفيض أرباح الشركة، والثاني بين المساهمين والمقرضين.

واعتبر Jensen & Meckling (1976, p305) أن تكلفة الوكالة تلعب دوراً هاماً في تحديد قرارات التمويل نظراً للصراع الحاصل بين المساهمين والمقرضين حيث أنه إذا كانت الشركة تواجه ضائقة مالية فإن المساهمين يشجعوا إدارة الشركة على إتخاذ القرارات الهادفة للحصول على المزيد من القروض، وذلك بدوره يؤدي إلى طلب المقرضين لفوائد مرتفعة بسبب زيادة المخاطر.

وبما أن نظرية الوكالة أو مشكلة الوكالة تنشأ نتيجة فصل ملكية الشركة عن إدارة الشركة، تلجأ العديد من الشركات في سبيل معالجة مشكلة الوكالة إلى تبني العديد من السياسات مثل اعطاء المدراء ما يسمى بالخيارات (Options) والتي تمنح المدراء الخيار بشراء أسهم الشركة بسعر تفضيلي إذا حققت الشركة زيادة في الأرباح وبنسة معينة يتم تحديدها سلفا، وبالتالي تلتقي أهداف مدراء الشركة مع أهداف الملاك (خصاونة، 2011، ص21).

الفصل الثالث

الدراسات السابقة والفرضيات

1- الدراسات السابقة

2- ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

3- تطوير فرضيات الدراسة

3-1 الدراسات السابقة:

تم مراجعة عدد من الدراسات التي تناولت هيكل رأس المال ومصادر تمويله وأهم العوامل التي تساهم في تحديده، سواء كان ذلك على المستوى المحلي أو المستوى العالمي، حيث رتبت وفقاً لتسلسلها الزمني وتم فصل الدراسات المكتوبة باللغة العربية عن تلك المكتوبة باللغة الانجليزية كما يلي:

3-1-1 الدراسات باللغة العربية

1. دراسة **(سلام، 2007)** بعنوان: **"أثر تركيبة الهيكل الرأسمالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان على المخاطر النظامية لأسهمها".**

هدفت هذه الدراسة الى بيان أثر تركيبة هيكل رأس المال للشركات على المخاطر النظامية لأسهمها، وتناولت الدراسة عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1996–2003 تكونت من (14) شركة، وخلصت هذه الدراسة الى أن هناك تأثير ذو دلالة احصائية لتركيبة هيكل رأس المال على مخاطر الأسهم النظامية وأن هذا التأثير يزداد بزيادة معدل المديونية.

2. دراسة **(القضاة، 2008)** بعنوان: **"أثر هيكل رأس المال على ربحية الشركات المساهمة العامة الصناعية الاردنية".**

هدفت هذه الدراسة للتعرف على مدى العلاقة بين اداء الشركات المساهمة العامة الصناعية الاردنية مقاساً بعدد من نسب الربحية، وبين بعض المؤشرات الهيكلية لرأسمال الشركة مثل حجم الشركة وهيكل ملكيتها ومعدل المديونية ونسبة السيولة ودرجة نضجها، واستخدمت

الدراسة معادلة الانحدار التي تم تقديرها بإستخدام طريقة المربعات الصغرى العاديـة (OLS) على بيانات الشركات، واشتمل مجتمع الدراسة على (67) شركة مدرجة في بورصة عمـان للأوراق المالية للفترة ما بين سنة 2000-2006، منها (40) شركة مدرجة في السوق الأول و (27) شركة مدرجة في السوق الثاني. أشارت نتائج الدراسة الى أن معدل ربحية الشـركة يعتمد على هيكل رأسمالها. وأن هناك علاقة ايجابية ذات دلالة احصائية بين معدل الربحيـة ودرجة نضج الشركة، وأن معدل ربحية الشركة في السنة الحالية يعتمد على معدل الربحيـة للسنة السابقة.

3. دراسة **(شلاش وآخرون، 2008)** بعنوان: **"العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال: حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997 – 2001)".**

هدفت الدراسة إلى التعرف على أهم محددات الهيكل المالي للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة 1997-2001، بالاضافة إلى تحديد الطاقة الاستيعابية للديون في الشركات موضوع الدراسة، ومعرفة قدرتها على اقتراض الأموال من الجهات التمويلية، حيث احتوت العينة على (58) شركة صناعية، واستخدمت الدراسة أسلوب تحليل الانحدار المتعدد، حيث شمل نموذج الدراسة أربعة متغيرات مستقلة وهي نسبة المديونية السابقة للشركة، والسيولة، والربحية ومعدل النمو، بينما تمثل المتغير التابع بنسبة الرفع المالي في الهيكل المالي للشركة.

أشارت الدراسة إلى ان نسب الرفع المالي في الشركات الصناعية الأردنية هي منخفضة بالمقارنة مع مثيلاتها في الدول المتقدمة، بالاضافة إلى ان هناك علاقة ايجابية بين الهيكل

المالي ونسبة المديونية السابقة عند مستوى المعنوية 1%، وبينت أيضًا وجود علاقة سلبية بين الهيكل المالي، والربحية، والسيولة، ومعدل النمو عند مستوى المعنوية 1%.

4. دراسة **(بربار، 2010)** بعنوان: "**العوامل المؤثرة على الهيكل المالي: حالة الشركات المساهمة العامة الاردنية**".

هدفت هذه الدراسة الى معرفة العوامل المؤثرة على الهيكل المالي للشركات المساهمة العامة الاردنية خلال الفترة 2005-2008. وتناولت الدراسة عينة مكونة من (115) شركة مساهمة عامة مدرجة في سوق عمان المالي، واستخدمت تقنيات تحليل الأنحدار المتعدد ومعاملات الارتباط لاختبار صحة نموذج الدراسة حيث اعتبر الهيكل المالي المتغير التابع وتمثلت المتغيرات المستقلة في: الوفورات الضريبية من غير الفوائد، والربحية، وحجم الشركة، وعمر الشركة، والفرص الإستثمارية، وهيكل الاصول، وتركز الملكية، وصناعة الشركة وتكلفة الأموال.

وقد توصلت الدراسة الى عدة نتائج اهمها: اعتماد الشركات الصناعية والخدمية بالمتوسط على أدوات الملكية في التمويل بنسبة 67%، وما نسبته 26% على التمويل بالديون قصيرة الأجل، اما التمويل بالديون الطويلة فبلغ متوسط الإعتماد عليه 7%. وتعتمد سياسة التمويل بالدين بصفة عامة والدين قصير الأجل بصفة خاصة أو التمويل بالملكية على عامل تركز الملكية، اما بالنسبة للتمويل بالدين طويل الأجل فتعتمد على العوامل التالية: الحجم، والعمر، وهيكل الاصول، وتركز الملكية.

5. دراسة (رمضان والعقدة، 2011) بعنوان: "محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الاردنية: دراسة من واقع سوق الاوراق المالية الاردني للفترة (2000-2006)".

هدفت الدراسة الى القاء الضوء على محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الاردنية، ولمعرفة ما اذا كانت هذه المحددات تنسجم مع نتائج الدراسات التي اجريت في الدول المتقدمة، وتمثلت هذه المحددات بالمتغيرات المستقلة التالية وهي حجم الشركة، والعمر، والربحية، والسيولة، وهيكل الاصول، والنمو المتوقع لها، ومخاطرها، والضرائب، والدرع الضريبي من غير القروض للشركة. بينما كان المتغير التابع يمثل نسبة المديونية.

وتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة العامة الاردنية للفترة (2000–2006) والتي تقسم الى ثلاثة قطاعات اقتصادية وهي: القطاع المالي والذي يتضمن البنوك وشركات التأمين والشركات المالية الاخرى وقطاع الخدمات والقطاع الصناعي، وقد تم الاعتماد على عينة سوق عمان للاوراق المالية ASE المستخدمة في حساب الرقم القياسي كعينة للدراسة والتي تتكون من 100 شركة مدرجة وتشكل حوالي 39% من الشركات المساهمة العامة الاردنية المدرجة، واستخدم نموذج Least-Squares Dummy Variable Regression كأسلوب للقياس.

اشارت النتائج الى ان هناك علاقة ايجابية ذات دلالة احصائية بين الحجم والنمو مع نسبة التمويل بالدين، بينما كانت العلاقة سلبية ذات دلالة احصائية بين الربحية والسيولة وهيكل الاصول والمخاطر والضرائب من ناحية وبين نسبة التمويل بالدين من الناحية الاخرى، بينما لم يكن هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين عمر الشركة والدرع الضريبي من غير القروض مع نسبة التمويل بالدين.

6، دراسة (المومني وحسن، 2011) بعنوان: "محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال: دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان".

تناولت هذه الدراسة العوامل المؤثرة في اختيارات مديري الشركات لنسبة الدين بالهيكل المالي ومعرفة مدى اعتماد قرارات المديرين المالين بالشركات على العوامل الخاصة بالشركات والمتمثلة في (الحجم، هيكل الاصول، العائد على الاصول، معدل النمو) والعوامل الخاصة بالسوق والمتمثلة في (معدل الضريبة، معدل الفائدة، القيمة السوقية للأسهم بسوق رأس المال) في اختيار وتحديد نسبة الدين للشركات، اي ما مدى تأثير هذه العوامل الخاصة بالشركات والسوق في الهيكل المالي المتمثل في نسبة إجمالي الديون الى إجمالي الاصول.

تكونت عينة الدراسة من 42 شركة من شركات قطاع الخدمات الاردني المدرجة في سوق عمان المالي للفترة 1996-2007 في السوقين الاول والثاني، وتم استخدام اسلوب تحليل الانحدار الخطي ومصفوفة الارتباط.

اظهرت النتائج وجود اثر ذي دلالة احصائية بين العوامل الخاصة بالشركة ونسبة الدين في الشركات، حيث ان حجم الشركة وهيكل الاصول كان له اثر ايجابي في مقاييس الهيكل المالي، في حين كان لمعدل العائد على الاصول اثر سلبي، اما معدل النمو فقد كان له اثر ايجابي في الهيكل المالي، واثبتت النتائج عدم وجود اثر للعوامل الخاصة بسوق رأس المال على قرارات المديرين المالين في الشركات.

2-1-3 الدراسات باللغة الانجليزية:

1. دراسة (Bani-Hani, *et. al.*, 2010) بعنوان

"How Firm-Specific Characteristics Determine Capital Structure: Empirical Evidence"

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على كيفية عمل الخصائص المحددة للشركات الاردنية المدرجة في بورصة عمان خلال السنوات 2001 -2006 على تحديد هيكل رأس المال. وحاولت الدراسة التعرف على الخصائص الرئيسة المحددة لهيكل رأس المال في الشركات الاردنية، وكيف تؤثر هذه الخصائص على هيكل رأس المال لهذه الشركات.

شملت عينة الدراسة على (80) شركة من الشركات المدرجة، منها (55) شركة صناعية و(25) شركة عاملة في مجال الخدمات. ولم تشمل العينة على شركات التأمين والبنوك لاختلاف خصائصها عن باقي الشركات. وقد تم استخدام اسلوب الإنحدار البسيط لمعرفة كيف تعمل الخصائص المحددة للشركات وهي الاصول الملموسة، الحجم، النمو، وربحية الشركة ومخاطرها المشتقة من نظريات المبادلة والتفضيل على تحديد هيكل رأس المال المتمثل في نسبة الدين قصير الأجل، ونسبة الدين طويل الأجل، ونسبة الدين الكلية. أظهرت النتائج أن الخصائص المحددة للشركات تلعب دوراً بارزاً ومهما في تحديد هيكل رأس المال، ومن خلال نتائج الشركات الخدمية تبين انه هناك علاقة سلبية بين الحجم وبين الديون قصيرة الأجل ولا يوجد علاقة بينه وبين الديون طويلة الأجل أو مجموع الديون، اما الأصول الملموسة فارتبطت بعلاقة سلبية مع الديون قصيرة الأجل وعلاقة ايجابية مع الديون طويلة الأجل ولم توجد علاقة ذات دلالة احصائية مع مجموع الديون، وتبين ان نسبة النمو ترتبط بعلاقة ايجابية مع كل من الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل ومجموع الديون، وارتبطت الربحية بعلاقة سلبية

مع كل من الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل ومجموع الديون. اما بالنسبة الى درجة الخطورة فارتبطت بعلاقة ايجابية مع الديون قصيرة الأجل وعلاقة سلبية مع الديون طويلة الأجل، ولايوجد علاقة ذات دلالة احصائية مع مجموع الديون. واظهرت نتائج الشركات الصناعية انه لا توجد علاقة بين الحجم والاصول الملموسة من ناحية وبين الديون قصيرة الأجل، بينما ارتبطت بعلاقة ايجابية مع الديون طويلة الأجل ومجموع الديون من الناحية الاخرى. اما نسبة النمو فارتبطت بعلاقة ايجابية مع الديون قصيرة الأجل ومجموع الديون، وبعلاقة سلبية مع الديون قصيرة الأجل. وتبين انه هناك علاقة ايجابية بين درجة الخطورة والديون قصيرة الأجل وعلاقة سلبية مع الديون طويلة الأجل، ولايوجد علاقة ذات دلالة احصائية مع مجموع الديون.

2. دراسة (**Sarma, *et.al.* , 2010**). بعنوان

"Factors Influencing Capital Structures: an Analysis of Companies in Malaysia"

تناولت الدراسة أثر بعض المحددات (الحجم، والربحية، والنمو، والوفورات الضريبية من دون الفوائد، والمرونة المالية، وإعتبارات الامان، والإنحرافات عن مستوى الدين المستهدف، وصراع الوكالة، وحرية التدفق النقدي) على مستوى التمويل بإستخدام الديون طويلة الأجـل لهيكل رأس المال في الشركات العاملة في ماليزيا، وقد تم تطبيق تحليل الإنحـدار المقطعـي لفترة عامين 2005 و 2006 على عينة من (95) و (82) شركة للسنتين على التوالي تـم إختيارها من بين الشركات المدرجة في سوق ماليزيا المـالي Bursa Malaysia Berhad (KLSE). برز الحجم وإعتبارات الامان والإنحرافات عن مستوى الدين المستهدف على أنها

عوامل التنبؤ الأكثر أهمية وتأثيراً على التمويل بالدين، اما بالنسبة للدروع الضريبية من دون الفوائد، والربحية، وصراع الوكالة والتدفق النقدي الحر فقد برزت كعوامل تنبؤ أخرى أقـل أهمية من السابقة.

3. دراسة (Khan, 2010). بعنوان

"Determinants of Capital Structure: Case of Listed Paint Manufacturing Companies"

تناولت هذه الدراسة تحليل أثر بعض المحددات (الربحية، والحجم، والاصول الملموسـة، والنمو، ومعدل الضرائب، وخطورة العمل) على إجمالي التمويل بالدين لهيكل رأس المال في شركات الدهانات العاملة في باكستان طبقاً لنظرية المبادلـة Trade-off Theory ونظريـة ترتيب أولويات التمويل Pecking Order Theory. استخدمت الدراسة بيانات مقطعية لسبعة متغيرات من ثلاثة منشآت لصناعة الدهانات في فترة زمنية شملت 13 عام، تتألف البيانـات من (273) مشاهدة تتعلق بسوق الأسهم والبيانات المحاسبية المتعلقة بها والتي تغطي فترة ما بين 1996-2008، تم توضيح الاستنتاجات عبر استخدام النظريتين السابقتين، وبعد ذلك تم تطبيق تحليل الارتباط لإختبار الفرضيات المتوقعة لتحديد العلاقة ما بين المتغيرات.

أشارت النتائج الى أن هناك علاقة سلبية ما بين الحجم والربحية والنمو ومعدل الفوائد من ناحية وبين الرفع المالي المستخدم من ناحية أخرى، بينما كان هناك علاقـة ايجابيـة بـين الاصول الملموسة ومخاطر العمل والرفع المالي، واشارت بعض الادلـة الـى أن الربحيـة والاصول الملموسة والنمو ومخاطر العمل لها دور كبير في تحديد خيارات تمويل هيكل رأس المال على العكس من الحجم ومعدل الضرائب التي لها دور أقل.

4. دراسة (Sheiti, 2010). بعنوان

"The Determinants of Capital Structure: Evidence from the GCC Countries"

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على أهم العوامل والمحددات المؤثرة في إتخاذ قرارات تمويل هيكل رأس المال للشركات العاملة في الاسواق الناشئة مع اختلاف بيئة العمل، وتناولت دول مجلس التعاون الخليجي كمجتمع للدراسة، حيث تم الحصول على عينة شملت (142) شركة تعمل في ثلاث دول هي السعودية (41) شركة، والكويت (59) شركة، وعمان (42) شركة للفترة الواقعة ما بين 1998-2005، حيث تم القياس باستخدام اسلوب المربعات الصغرى العادية (OLS) لدراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة، وهي الحجم والسيولة والنمو والاصول الملموسة ونسبة الفوائد وبعض متغيرات الاسواق المالية، على المتغير التابع المتمثل بنسب الرفع المالي. أشارت النتائج الى أنه يوجد ارتباط عكسي بين السيولة والاصول الملموسة والربحية مع نسب الرفع المالي، ولم توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين فرص النمو ونسب الرفع المالي.

5. دراسة (Al-Qudah, 2011) بعنوان

"The Determinants of Capital Structure of Jordanian Mining and Extraction Industries: Empirical Evidence"

هدف هذه الدراسة إلى القيام بإختبار تجريبي لمحددات هيكل رأس المال في شركات قطاع التعدين والاستخراج المدرجة في بورصة عمان، وشملت العينة جميع هذه الشركات البالغ عددها (11) شركة مدرجة للفترة مابين 2005-2008.

استخدمت الدراسة اسلوب (Panel Data Regression Analysis)، حيث كان هيكل رأس المال الممول بالديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل واجمالي الديون يمثل المتغير التابع، وكانت ربحية الشركة والحجم ونسبة النمو والاصول الملموسة والوفورات الضريبية من دون الفوائد تمثل المتغيرات المستقلة وأظهرت الدراسة ان للربحية تأثيراً سلبياً على استخدام الرفع المالي، بينما كان للاصول الملموسة أثر مزدوج على الرفع المالي، حيث تؤثر بشكل ايجابي وقوي على هيكل رأس المال الممول بالديون طويلة الأجل ومن الناحية الأخرى بشكل سلبي على هيكل رأس المال الممول بالديون قصيرة الأجل. وكان للحجم تأثير ايجابي على هيكل رأس المال الممول بالديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل، ولكنه له تأثير ايجابي ضعيف على اجمالي الديون. اما بالنسبة لتوقعات النمو فكان لها تأثير ايجابي غير فعال على الرفع المالي بالديون قصيرة الأجل واجمالي الديون، ولها تأثير سلبي غير فعال على الرفع المالي بالديون طويلة الأجل.

6. دراسة **(Afza & Hussain, 2011)**. بعنوان

"Determinants of Capital Structure: A Case Study of Automobile Sector of Pakistan"

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على أهم محددات هيكل رأس المال في قطاع صناعة السيارات في باكستان، حيث احتوت العينة على (22) شركة من اصل (26) شركة عاملة في هذا القطاع خلال الفترة الواقعة ما بين 2003-2007، حيث تم اختبار تأثير بعض العوامل وهي السيولة وتكلفة الدين والوفورات الضريبية من دون الفوائد والضرائب والحجم والربحية على قرارات تمويل هيكل رأس المال، وبالإعتماد على نظرية ترتيب الأولوية Pecking

Order Theory ونظرية العلاقة التوازنية Static Trad off Theory استخدمت الدراسة نموذج تحليل الإنحدار المجمع للبيانات كأداة للتحليل.

أظهرت النتائج أن الوفورات النقدية من خلال الدروع الضريبية الناتجة عن التمويل بالدين والاستهلاك لم تشجع هذه الشركات على التمويل بالدين بإستمرار وهذا ما تدعمه نظرية العلاقة التوازنية Static Trad off Theory، اما بالنسبة للوفورات الضريبية من دون الفوائد والسيولة وتكلفة التمويل بالدين فترتبط بعلاقة عكسية مع التمويل بالدين، اضافتة الى أن الشركات ذات السيولة المرتفعة تفضل التمويل بالملكية على التمويل بالدين وهذه النتيجة تدعم نظرية ترتيب الأولوية Pecking Order Theory.

7. دراسة (Ahmad & Abbas, 2011). بعنوان

"Role of Firms Level Characteristics in Determining the Capital Structure of Banks: Evidence from the Pakistan Banks"

هدفت هذه الدراسة الى معرفة محددات هيكل رأس المال لدى البنوك العاملة في باكستان عبر استخدام محددات مستوى الشركة لهيكل رأس المال، حيث شملت عينة الدراسة (13) بنكاً تجاريا عاملا في باكستان حيث تم جمع البيانات اللازمة من التقارير السنوية لهذه البنوك للفترة 2004-2009. استخدمت الدراسة نموذج Panel Data Regression Analysis، حيث أظهرت النتائج أنه من ضمن سبعة متغيرات كانت ثلاثة (الربحية، والحجم، والوفورات الضريبية من دون الفوائد) ذات اهمية احصائية ولها تأثير فعال على الرفع المالي المستخدم مما يشير الى أن هذه المتغيرات الثلاث تلعب دوراً هاماً في تحديد هيكل رأس المال في هذه البنوك، اما بالنسبة للمتغيرات الاربعة المتبقية (النمو، ومعدل الضرائب، والاصول الملموسة،

ونسب توزيع الأرباح) فقد تبين أنها غير هامة احصائيا وليس لها تأثير يذكر علـــى الرفـــع المالي.

وبالإعتماد على نظرية ترتيب أولوية Pecking Order Theory التمويل فقــد تبــين أن الرفع المالي يرتبط بشكل سلبي مع الربحية من ناحية، وبشكل ايجابي مع النمو ونسب توزيع الأرباح من الناحية الأخرى. اما بالنسبة الى نظرية المبادلة Trad off Theory فقد تبين أن الرفع المالي يرتبط بشكل سلبي مع نسب توزيع الأرباح من ناحية، وبشكل ايجابي مع الحجم ومعدل الضرائب من الناحية الأخرى. وهذا يشير الى أن كلتا النظريتين تساعدان على تفسير علاقة المحددات مع هيكل رأس المال في البنوك الباكستانية.

8. دراسة **(Kouki & Ben Said, 2012)**. بعنوان

"Capital Structure Determinants: New Evidence from French Panel Data"

هدفت هذه الدراسة الى القيام بإختبار نظري وتجريبي للمحددات التي تؤثر على خيارات تمويل هيكل رأس المال للشركات المساهمة العامة الفرنسية، اضافة الى التركيز على أوجه القصور لسوق رأس المال من خلال دراسة نظام الضرائب وتكاليف الافلاس وتماثل المعلومات وأثرها على تحديد السلوك المالي لهذه الشركات من وجهة نظر نظرية المبادلة ونظرية ترتيب الأولوية ونظرية توقيت السوق، بالاضافة الى توضيح أسلوب الرفع المالي المستخدم في هذه الشركات. حيث شملت عينة الدراسة على (244) شركة مدرجة في سوق الأسهم الفرنسي "SBF 250" من قطاعات مختلفة (قطاع الصناعة: 155 شركة، قطاع الخدمات: 86 شركة، قطاع النقل: 23 شركة، قطاع النفط: 16 شركة) للفترة الواقعة ما بين سنة 1997-2007.

تمثلت المتغيرات المستقلة للدراسة بحجم الشركة والاصول الملموسة وفرص النمو والربحية والوفورات الضريبية من دون الفوائد ومخاطر الافلاس وفجوة التمويل، أما بالنسبة للمتغيرات التابعة فقد تمثلت بالقيمة الدفترية لنسبة الديون طويلة الأجل والقيمة السوقية لنسبة الديون طويلة الأجل. ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام نماذج متعددة مشتقة من كل نظرية من النظريات الثلاث السابقة لمعرفة أي النظريات تعكس بشكل اكبر الأداء الواقعي لهذه الشركات، حيث استخدمت نظرية المبادلة نموذجين هما: نموذج المبادلة الاحصائي ونموذج المبادلة الديناميكي، بينما استخدمت نظرية ترتيب الأولوية ونظرية توقيت السوق نموذج نسبة التغير في مستوى الدين لكل منهما. اشارت النتائج انه هناك علاقة ايجابية بين حجم الشركة ونسبة النمو والوفورات الضريبية من دون الفوائد من ناحية ومقدار اعتمادها على التمويل بالديون طويلة الأجل من الناحية الأخرى، لأن الشركات التي ترغب بالتوسع في اعمالها تحتاج الى تمويل إضافي. اضافة الى وجود علاقة ايجابية بين ربحية الشركة والقيمة الدفترية للديون طويلة الأجل وعلاقة سلبية مع القيمة السوقية لهذه الديون. وتبين ايضاً ان الشركات الكبرى تفضل غالباً الإعتماد على التمويل عن طريق إصدار الأوراق المالية (الأسهم والسندات) عندما تكون ظروف السوق مستقرة وحالة القطاع المحيط بالشركة جيد.

2-3 ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

- ✓ تميزت هذه الدراسة عن دراسة (بربار، 2010) بدراسة المزيد من محددات هيكل رأس المال وتمثلت بالأنحرافات عن مستوى الدين المستهدف، والتدفق النقدي الحر، وتوزيعات الأرباح. اضافة إلى اختلاف التعريف بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال، وبعض الاختلافات في مجتمع الدراسة والفارق الزمني بين الدراستين.
- ✓ تتوافق هذه الدراسة مع دراسة (Sarma et al, 2010) التي أجريت في ماليزيا، غير أنها اختلفت عنها من حيث مجتمع الدراسة.
- ✓ اختلفت هذه الدراسة عن الدراسات التي اجريت في الاردن من حيث انها تتناول قطاع التأمين حيث لم تتناول الدراسات المختلفة هذا القطاع.

3-3 تطوير فرضيات الدراسة

بشكل عام لا يوجد إتفاق تام على المحددات التي تؤثر على هيكل رأس المال، كذلك لا يوجد إجماع على التركيبة المثلى لهيكل رأس المال لشركة معينة، ولكن يعتمد كل ذلك بشكل كبير على المؤثرات والبيئة المحيطة بالشركة والقطاع بشكل خاص وعلى السوق بشكل عام، حيث أظهرت عديد الدراسات السابقة تبايناً في النتائج حول طبيعة العلاقة بين العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال من ناحية وطريقة التمويل من ناحية أخرى، وتناولت هذه الدراسة العوامل التالية:

1) حجم الشركة Size:

يعد حجم الشركة من أهم المحددات الرئيسة لهيكل رأس المال ويوضح ذلك من خلال تأثيره على استخدام الرفع المالي كأسلوب للتمويل، حيث أشارت مجمل الدراسات السابقة (بربار، 2010)، و(Sbeiti, 2010)، و(Al-Qudah, 2011)، و(Noulas & Genimakis, 2011) أن الشركات الكبرى تلجأ إلى التمويل الخارجي بشكل أكبر لأن هذه الشركات تمتلك موارد وأصول مالية متنوعة، والتباين النسبي في مقدار تحقيق الأرباح يكون أقل من الشركات الصغرى وأما بالنسبة إلى المقرضين (شركات وأفراد)، فإنهم يرغبون بإقراض وشراء سندات هذه الشركات لما تتمتع به من مقدار خطورة قليل نسبياً، أضافة إلى أن نسبة اختلاف وتباين المعلومات أقل وجوداً في الشركات الكبرى من الصغرى مما يزيد من رغبة المستثمرين في اللجوء لها، واخيراً تكون المشاريع الإستثمارية لهذه الشركات على أساس متنوع وواسع مما يؤدي الى الحد من الخطورة واختصارها بالتقلبات الدورية للمنتج.

وبالإعتماد على نظرية Trade-off Theory فإن الشركات الكبرى تفضل اللجوء إلى التمويل بالدين بسبب تنوع إستثماراتها وثبات تدفقاتها النقدية، بالإضافة إلى أن احتمالية افلاسها تكون أقل بالمقارنة مع الشركات الصغرى (Mayers & Majluf, 1984).

وأشارت دراسة موسى وصافي (2009) انه يوجد اثر للحجم على عائد السهم بمعنى ان عوائد الشركات كبيرة الحجم اكبر من عوائد الشركات صغيرة الحجم وذلك بغض النظر عن المخاطر التي تتعرض لها هذه الشركات.

وتشير الدراسات التي تناولت قطاع البنوك الاردني ومنها دراسة (Siam *et al*, 2005) والتي عنيت بدراسة عدة عوامل ومنها الحجم وأثره على هيكل رأس المال في البنوك المدرجة في بورصة عمان للفترة (1992–2001)، الى أن البنوك الكبرى والتي تمتلك اجمالي اصول مرتفع بالنسبة الى باقي البنوك تعتمد بشكل اكبر على استخدام الرفع المالي في تمويل هيكل رأس المال، وبناء على ذلك تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على أثر حجم الشركة على هيكل رأس المال لها.

2) الربحية Profitability:

تعرف الربحية على أنها أفضل إستخدام وإستغلال لأصول الشركة بأسلوب كفء وفعال للحصول على أفضل عائد ممكن، حيث تعتبر الربحية هي من أكثر المؤشرات الدالة على مقدار نجاح الشركة بشكل عام، وهناك ارتباط عكسي بين الربحية والحاجة إلى التمويل بالدين لأن الشركات التي تحقق أرباحاً يتوفر لها فرص التمويل بالأرباح المحتجزة بشكل اكبر وبتكاليف أقل من التمويل بالدين (Liow, 2010; Sarma *et al*, 2010).

افترضت نظرية Pecking Order Theory أن الشركات تلجأ في البداية إلى مصادر التمويل الداخلية والمتمثلة بالأرباح المحتجزة عند الحاجة إلى التمويل، ثم إلى المصادر الخارجية من ديون وإصدارات جديدة، لذلك فإن الشركات التي تحقق مستوى مرتفع من الربحية تستخدم المصادر الداخلية للتمويل (Myers, 1984)، ويستنتج مما سبق أن هناك علاقة سلبية بين الربحية وإستخدام التمويل عن طريق الدين.

وتتجه الشركات الرابحة إلى التمويل بالدين للإستفادة من الإعفاءات الضريبية، كما أن هذه الشركات لديها القدرة على الوفاء بالتزاماتها والتي تقلل من خطورة الإفلاس لها، وبما أن الشركات الأكثر ربحية تتوفر لديها السيولة بشكل كبير وذلك يؤدي إلى زيادة صراع الوكالة فقد أوصى (Jensen, 1986) بأن يتم اللجوء إلى استخدام الرفع المالي للحد من هذا التضارب لأن الديون تقود إلى تقليل النقد المتبقي لدى الشركة بسبب الاقساط والفوائد المترتبة عليها والتي يجب تسديدها على فترات.

أشارت بعض الدراسات السابقة (شلاش وآخرون، 2008)، و(رمضان والعقدة، 2011)، و(المومني وحسن، 2011) أن هناك علاقة سلبية بين الربحية وبين استخدام الرفع المالي للشركات.

3) فرص النمو Growth:

ترغب الشركات في أي قطاع إلى زيادة إستثماراتها والتوسع في أعمالها لتعظيم القيمة السوقية لها، ويتطلب كل ذلك حصول الشركة على التمويل المناسب عن طريق المصادر الداخلية مثل الأرباح المحتجزة أو المصادر الخارجية مثل إصدار الأسهم والإقتراض.

وعرف (Brigham & Ehrhardt, 2008, p445) فرص النمو على أنها مقدرة الشركة على زيادة طاقتها الانتاجية واستثماراتها التشغيلية في المنتجات أو الخدمات التي تقدمها في حالة مقدرة السوق على استيعاب هذه الزيادة، وتقسم إلى ثلاثة خيارات رئيسة وهي زيادة الطاقة الانتاجية ودخول أسواق جغرافية جديدة وأضافة منتجات أو خدمات أخرى. كما وتتمثل فرص النمو المستقبلية ايضاً في موجودات الشركة غير الملموسة.

أشارت الدراسات السابقة (Bani-Hani *et al*, 2010)، و(Ahmad & Abbas, 2011)، و(Kouki & Ben said, 2012)، أنه هناك علاقة ايجابية بين فرص النمو واستخدام الرفع المالي سببه أن أغلب الشركات التي تسعى إلى ايجاد فرص إستثمارية مستقبلية لا تكتفي فقط بخيارات التمويل الداخلية وانما تتجه إلى خيارات التمويل الخارجية والتي تمثل التمويل بالدين.

وتوصلت دراسة حمدان وآخرون (2012) التي عُنيت بدراسة أثر هيكل الملكية على مستوى الإستثمار في تكنولوجيا المعلومات وأثرها في أداء المصارف الاردنية إلى أنه هناك تأثير إيجابي للاستثمار في تكنولوجيا المعلومات في القيمة السوقية المضافة؛ إذ أن تعزيز الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات يساهم في تعزيز القيمة السوقية المضافة للمصارف، بما يوفره ذلك من زيادة في الأرباح، وبما ينعكس بدوره على تعظيم قيمة الشركة في السوق المالية. كذلك فإن هناك أثرا ذو دلالة إحصائية للإستثمار في تكنولوجيا المعلومات في العائد على السهم العادي، وهذا مرتبط بدوره في تعظيم أرباح المصارف نتيجة استخدام تكنولوجيا المعلومات؛ إذ أن تحسين القيمة السوقية المضافة يرتكز على تعظيم العائد على السهم العادي P/E Ratio.

4) التدفق النقدي الحر Free Cash Flow:

يعرف (Ha, 2011) التدفق النقدي الحر على أنه النقد المتبقي لدى الشركة بعد اقتطاع المصاريف والإستثمارات المستقبلية الضرورية والملتزم بها مسبقاً من قبل ادارة الشركة، بينما يعرف (Utami & Inanga, 2011) التدفق النقدي الحر على أنه مقدار النقد المتبقي لدى الشركة لتمويل أنشطتها الحالية وفرص النمو المستقبلية بعد دفع جميع التزاماتها.

وبما أن التدفق النقدي الحر يمثل قيمة النقد المتبقي لدى الشركة بعد اقتطاع المصاريف والإستثمارات الملتزم بها مسبقاً، فهذا يدل على ان كل من نمو الشركة والمرونة المالية لها يعتمدان بشكل كبير على قيمته (Subramanyam & Wild, 2009).

واعتبر (Jensen, 1986) أن توفر التدفق النقدي الحر يقود الى تضارب في المصالح بين المساهمين ومدراء الشركات ويكون موضوع الخلاف على مقدار توزيع الأرباح على المساهمين (Payout Ratio)، وبناء على ذلك أوصى بأن يتم اللجوء إلى استخدام الرفع المالي للحد من هذا التضارب لأن الديون تقود إلى تقليل النقد المتبقي لدى الشركة وتحد من حرية التصرف به من قبل إدارتها لما يترتب على التمويل بالدين من أقساط وفوائد يجب تسديدها على فترات.

نستنتج مما سبق انه تكمن أهمية التدفق النقدي الحر بأنه يمكن الشركة من استغلال جميع الفرص المتاحة والمجدية والتي يجب استغلالها بشكل سريع خوفاً من منافسة السوق مثل دخول اسواق جديدة، والاستحواذ على شركات أخرى وشراء اصول مختلفة بأسعار منافسة.

أشارت الدراسات السابقة (Akhtar & Oliver, 2009)، و(Sarma *et al*, 2010)، و(Utami & Inanga, 2011)، الى أن هناك علاقة ايجابية بين التدفق النقدي الحر واستخدام الشركة للرفع المالي.

5) الوفورات الضريبية من دون الفوائد Non Debt Tax Shields:

تعتبر الفوائد المدفوعة على القروض مصروفا منتجا للدخل عن طريق تشكيله للدروع الضريبية والتي تؤدي إلى طرح قيمة الفوائد من الدخل الخاضع للضريبة مما يؤدي إلى تحقيق الوفر الضريبي، ولكن هناك عوامل أخرى تؤدي إلى تحقيق الوفر الضريبي واشهرها مصاريف الإستهلاك ومصاريف الإيجار وأقساط الشراء (Sarma *et al*, 2010). وتعتبر ايضاً الخسائر المدورة ومصاريف الابحاث والتطوير والتبرعات والنفقات المخصصة لخدمة المجتمع المحلي من الوفورات الضريبية من دون الفوائد (رمضان والعقدة،2011).

وبما أن احتمالية الافلاس تزداد مع زيادة الرفع المالي، تستخدم الشركات الوفورات الضريبية لتخفيض الدخل الخاضع للضريبة ولزيادة المرونة المالية. وبناءاً على نظرية Trade-off Theory فإن هناك علاقة سلبية بين الوفورات الضريبية من دون الفوائد واستخدام الرفع المالي في الشركة.

وقد أشارت الدراسات السابقة (Barakat, 2009)، و(Afza & Hussain, 2011)، و(Ahmad & Abbas, 2011)، و(Kouki & Ben Said, 2012) أن هناك علاقة سلبية بين العوامل التي تؤدي إلى الوفورات الضريبية من دون الفوائد وبين اتجاه ورغبة الإدارة بالتمويل باستخدام الدين لأسباب عدة أهمها أن الميزة الأولى التي يحققها التمويل بالدين هي

الوفر الضريبي من خلال الفوائد والتي سوف تقل أهميتها مع وجود العوامل السابقة والتي تؤدي الى تخفيض الدخل الخاضع للضريبة.

6) الإنحرافات عن مستوى الدين المستهدف Deviation from Target Debt:

يعكس مفهوم مستوى الدين المستهدف الموازنة والمفاضلة بين المنفعة (الدروع الضريبية وعدم دخول ملاك جدد للشركة) والتكلفة (خطورة الافلاس، وصراع الوكالة، وإنخفاض المرونة المالية) للتمويل بإستخدام الدين (Titman & Tsyplakov, 2007).

وبالإعتماد على نظرية المفاضلة Trade-off Theory فإن الإدارة تقوم بمقارنة المنفعة والتكلفة من استخدام التمويل بالدين، والذي يقودها إلى وضع مستوى دين مستهدف وتتجه إليه بشكل تدريجي لتحقيق هذا المستوى، وأي إنحراف عن هذا المستوى يتم تعديله فوريا (Rocca *et al*, 2009).

وخلصت الدراسات السابقة (Sarma *et al*, 2010) و(Kouki & Ben Said, 2012) الى أن هناك علاقة ايجابية بين مستوى الدين المستهدف والسلوك التمويلي للشركات، أي أن إدارة الشركة تتجه إلى هذا المستوى سواء بزيادة او تقليل الاقتراض.

7) توزيع الأرباح Dividends:

إعتبر (Jensen, 1986) أن الشركات التي تمتلك مقدار مرتفع نسبياً من التدفق النقدي الحر تزداد قدرتها على توزيع الأرباح أو إعادة شراء أسهمها لتقليل أثر صراع الوكالة. وبناء على نظرية Pecking order theory فإن هناك علاقة ايجابية بين توزيع الأرباح والتمويل

بالدين سببه أن توزيع الأرباح يؤدي إلى تخفيض الأرباح المحتجزة فتلجأ الشركة إلى طلب التمويل بالدين كخطوة بديلة لتمويل إستثماراتها.

لم تشر الدراسات السابقة (Ahmad & Abbas, 2011) إلى وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين توزيع الارباح وإستخدام الديون في تمويل هيكل رأس المال.

فرضيات الدراسة:

أ) لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم شركات التأمين وهيكل رأس المال لها.

ب) لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربحية في شركات التأمين وهيكل رأس المال.

ج) لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين فرص النمو في شركات التأمين وهيكل رأس المال لها.

د) لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفق النقدي الحر في شركات التأمين وهيكل رأس المال لها.

ه) لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الوفورات الضريبية من دون الفوائد في شركات التأمين و هيكل رأس المال لها.

و) لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإنحرافات عن مستوى الدين المستهدف في شركات التأمين وهيكل رأس المال لها.

ز) لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توزيع الأرباح في شركات التأمين وهيكل رأس المال لها.

الفصل الرابع

منهجية الدراسة

1-تمهيد

2-متغيرات الدراسة

3-نموذج الدراسة

4-النموذج القياسي للدراسة

5-طرق جمع البيانات

6-مجتمع الدراسة وعينتها

7-أساليب المعالجة الأحصائية

الجدول(1-4): طريقة قياس المتغيرات المستقلة

متغيرات الدراسة	طريقة القياس في الدراسات العربية	طريقة القياس في الدراسات الانجليزية	طريقة القياس المعتمدة
حجم الشركة **Size**	(موسى وصافي، 2009): مجموع الاصول. (بربار، 2010)، و(رمضان والعقدة، 2011)، و(المومني وحسن، 2011): اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الاصول.	(Noulas & Genimakis, 2011): اللوغاريتم الطبيعي لمعدل المبيعات ولعدد العمال (Sebeiti, 2010) و(Al-Qudah, 2011): اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الاصول (Siam *et al*, 2005): مجموع الاصول	مجموع الاصول
الربحية **Prof**	(بربار،2010)، و(رمضان والعقدة، 2011)، و(المومني وحسن، 2011): العائد على الاصول (ROA).	(Barakat, 2009)، و(Bani-Hani *et al*, 2010)، (Al-Qudah, 2011): الدخل قبل الفائدة والضريبة / مجموع الاصول. (Sebeiti, 2010): العائد على الاصول (ROA).	صافي الدخل بعد الضريبة / مجموع الاصول
فرص النمو **Growth**	(بربار، 2010): نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية لسهم الشركة. (المومني وحسن، 2011)، و(رمضان والعقدة، 2011): نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لسهم الشركة.	(Rocca *et al*, 2009): نسبة النمو في المبيعات السنوية (Khan, 2010): إجمالي المبيعات / الاصول. (Sarma *et al*, 2010): نسبة سعر السهم الى حصة السهم من الأرباح P/E Ratio. (Bani-Hani *et al*, 2010)، (Al-Qudah, 2011): نسبة التغير في اجمالي الاصول.	نسبة سعر السهم الى حصة السهم من الأرباح P/E Ratio
التدفق النقدي الحر **FCF**	(درغام، 2008): صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية / التدفقات النقدية المخصصة للاستثمار في الاصول طويلة الأجل.	(Sarma *et al*, 2010): الأرباح بعد الضريبة + الاستهلاك – الاستثمارات المضافة للاصول الثابتة (Utami & Inanga, 2011): (صافي الأرباح – التغير في الاصول الثابتة – التغير في رأس المال العامل) / مجموع الاصول. (Kouki & Ben Said, 2012): (التدفق التشغيلي – الإستثمارات) / مجموع الاصول.	(التدفق التشغيلي - الاستثمارات) / مجموع الاصول
الوفورات الضريبية من دون الفوائد **NDTS**	(بربار، 2010): الاستهلاك / الربح قبل الفائدة والضريبة. (رمضان والعقدة، 2011): مجموع الاستهلاك / مجموع الاصول.	(Akhtar & Oliver, 2009)، و(Rocca *et al*, 2009)، و(Anwar, 2012): الاستهلاك السنوي / مجموع الاصول. (Ahmad & Abbas, 2011): (الاستهلاك + الاطفاء) / مجموع الاصول.	(الاستهلاك + الاطفاء) / مجموع الاصول.
الإنحرافات عن مستوى الدين المستهدف **DTD**		(Sarma *et al*, 2010): نسبة التمويل بالدين / الوسط الحسابي لمجموع نسب التمويل بالدين في القطاع.	نسبة التمويل بالدين / الوسط الحسابي لمجموع نسب التمويل بالدين في القطاع
توزيع الأرباح **Dividends**		Payout Ratio :(Ahmad & Abbas, 2011)	Payout Ratio

إعداد الباحث بالرجوع إلى الدراسات السابقة

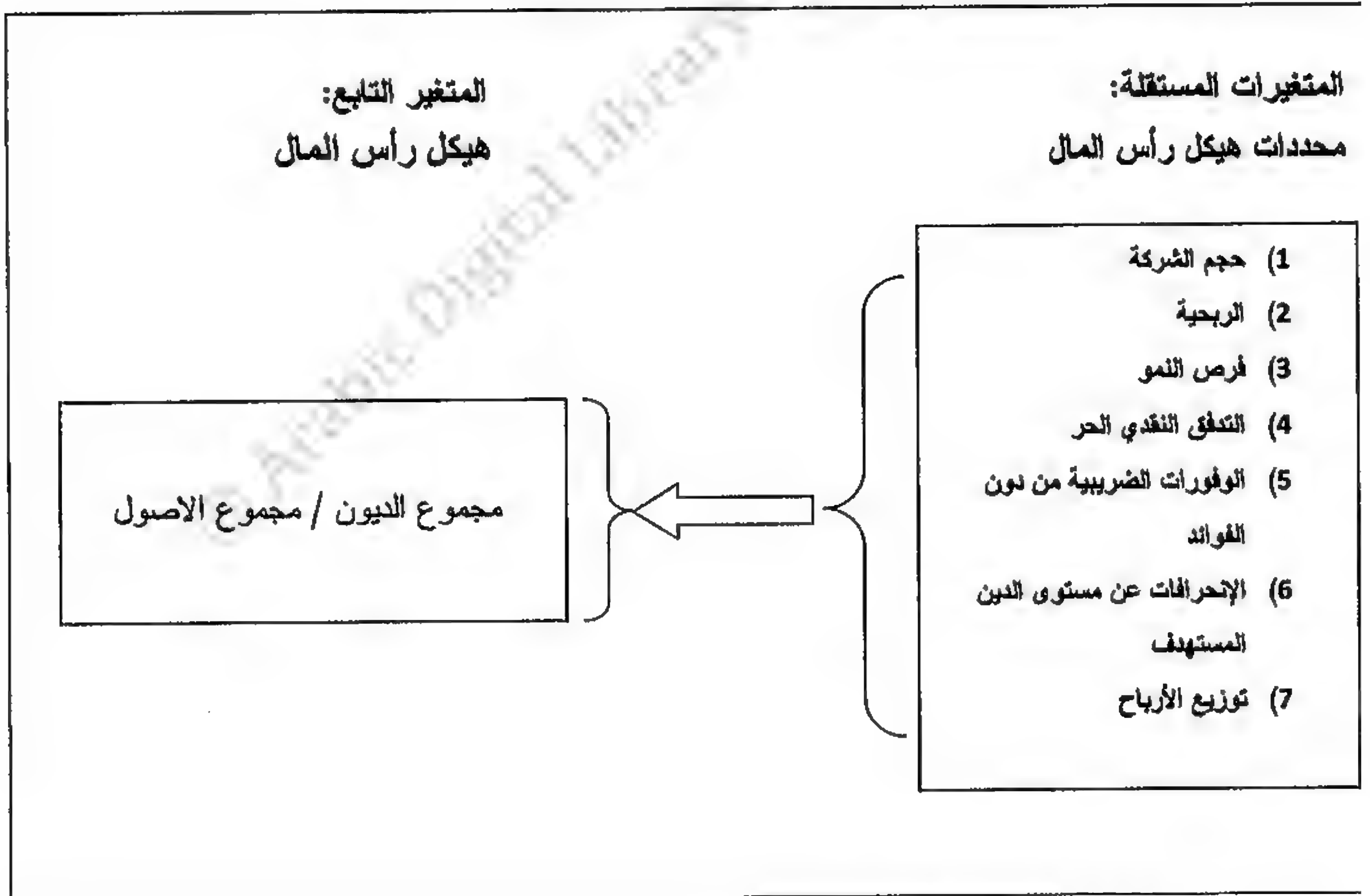
4-2-2 المتغير التابع

أما فيما يخص المتغير التابع فقد اجمعت أغلب الدراسات السابقة على أسلوب واحد لقياس هيكل رأس المال وهو الإعتماد على نسب التمويل المعتمدة والمتمثلة بمقدار إستخدام الرفع المالي في تمويل الشركة:

- **التمويل عن طريق الديون = مجموع الديون / مجموع الاصول.**

4-3 نموذج الدراسة:

شكل (4-1): نموذج الدراسة



إعداد الباحث بالإعتماد على العلاقات المفترضة

4-4 النموذج القياسي للدراسة

بعد مراجعة الدراسات السابقة ولغاية تحقيق أهداف الدراسة تم الاستعانة بالنموذج المستخدم في دراسة (Sarma *et al*, 2010) وتطوير هذا النموذج لكي يتلائم مع هذه الدراسة:

$$CS_{Debt\ Ratio} = \alpha + \beta1*Size + \beta2*Prof + \beta3*Grow + \beta4*FCF + \beta5*NDTS + \beta6*DTD + \beta7*Div + e$$

<u>حيث:</u>

$CS_{D.R}$: هيكل رأس المال الممول بالديون.

α: ثابت معادلة الإنحدار.

β1, β2, β3, β4, β5, β6, β7: ميل معادلة الإنحدار الذي يعكس حساسية التغير في هيكل رأس المال للتغير في العوامل المستقلة قيد الدراسة وبحسب ترتيبها.

Size: حجم الشركة.

Prof: ربحية الشركة

Grow: فرص النمو للشركة.

FCF: حرية التدفق النقدي للشركة.

NDTS: الوفورات الضريبية من دون الفوائد.

DTD: الإنحرافات عن مستوى الدين المستهدف.

Div: توزيع الأرباح.

e: الخطأ العشوائي الذي يمثل التغير الحاصل في متغير هيكل رأس المال بصورة عشـوائية نتيجة لعوامل أخرى لا يتضمنها نموذج الدراسة.

4-5 طرق جمع البيانات

تم إختيار فترة الدراسة من سنة 2009 إلى غاية 2011 وهي الفترة التي تبعت الازمة المالية العالمية، حيث تم الحصول على البيانات اللازمة من مختلف المصادر الثانوية من التقارير والنشرات الصادرة عن بورصة عمان والتقارير المالية السنوية للشركات المساهمة العامة محل الدراسة، كما تم الإعتماد على دليل الشركات 2011 النسخة الإلكترونية، بالإضافة إلى المواقع الإلكترونية للشركات.

4-6 مجتمع الدراسة وعينتها

يتكون مجتمع الدراسة من جميع شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان للفترة 2009-2011، والتي بلغ عددها (27) شركة. وقد تم إختيار العينة بالرجوع إلى دليل الشركات الصادر عن بورصة عمان، حيث شملت على (25) شركة تأمين*، بعد استثناء كل من شركة البركة للتكافل والشركة العربية الالمانية للتأمين بسبب وقف الإجازة لهاتين الشركتين من قبل مجلس إدارة هيئة التأمين.

4-7 أساليب المعالجة الاحصائية

استخدمت الدراسة البرنامج الإحصائي (STATA) لأغراض تحليل البيانات واختبار الفرضيات، حيث سيتم استخدام التحليلات الإحصائية التالية:

- الأساليب الإحصائية الوصفية والتي اشتملت على النسب المئوية والتكرارات والمتوسطات الحسابية والإنحارافات المعيارية لمتغيرات الدراسة.
- تحليل الإنحدار المتعدد وذلك لإختبار فرضيات الدراسة.

* تحتوي الملاحق على جميع شركات العينة

الفصل الخامس

تحليل البيانات واختبار الفرضيات

5-1 تمهيد

بعد أن تم استعراض منهجية وخطوات الدراسة في الفصل السابق، جاء هذا الفصل ليتضمن عرض وتحليل ومناقشة أسئلة الدراسة واختبار فرضياتها. حيث سيتم عرض نتائج التحليل الوصفي لمتغيرت الدراسة ونتائج اختبار Variance Inflation Factor (VIF)، بالإضافة إلى تقدير نتائج معادلة الإنحدار بإستخدام (Panal Data Analysis) والذي يمكن تقديره بإستخدام أسلوب الأثر الثابت (Fixed Effect Model)، وأسلوب الأثر العشوائي (Random Effect Model). بعد ذلك سيتم عرض الإختبارات التي استخدمت للتأكد من مدى ملائمة البيانات لنموذج التحليل ومعادلة الإنحدار ومن أجل اختيار أسلوب التحليل الأفضل والأكثر ملائمة مع بيانات الدراسة فقد تم استخدام (Hausman Test) واختبار Lagrange Multiplier Test (LM).

5-2 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

يستعرض هذا الجزء أهم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة مثل المتوسطات الحسابية، والإنحرافات المعيارية، وأعلى قيمة وأدنى قيمة، حيث يبين الجدول رقم (5-1) الوصف الإحصائي للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة غير الوهمية والمتمثلة ب (25) شركة تأمين مدرجة في بورصة عمان.

جدول رقم (5-1)

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	العدد	القيم الصغرى	القيم العليا	الوسط الحسابي	الإنحراف المعياري
حجم الشركة Size	25	2,501,148	76,845,633	23,736,075	1.667E7
الربحية Prof	25	-0.34	0.16	-0.021	0.087
فرص النمو Growth	25	-79.41	345.25	21.447	55.316
التدفق النقدي الحر FCF	25	-1.25	-0.10	-0.6258	0.2169
الوفورات الضريبية من دون الفوائد NDTS	25	-0.0046	0.0164	0.0041	0.0038
الإنحرافات عن مستوى الدين المستهدف DTD	25	0.22	1.99	0.9731	0.3378
التمويل من خلال الديون CSD	25	0.11	0.91	0.5035	0.1544

إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات برنامج التحليل الإحصائي

ويلاحظ من الجدول السابق ما يلي:

1. المتوسط الحسابي لحجم شركات التأمين (23,736,075) دينار أردني بإنحراف معياري (1.66705E7) حيث قدرت أعلى قيمة (76,845,633) دينار في حين كانت أقل قيمة تمثل (2,501,148) دينار. ويعود الإختلاف بالحجم نتيجة لتفاوت قدرة الشركات بالتمويل بالدين أو عن طريق حقوق الملكية.
2. المتوسط الحسابي لربحية الشركات (-0.0215) بانحراف معياري (0.087) حيث قدرت أعلى قيمة (0.16) في حين كانت أقل قيمة تمثل (-0.34).

3. المتوسط الحسابي لفرص نمو الشركات (21.4473) بانحراف معياري (55.316) حيث قدرت أعلى قيمة (345.25) في حين كانت أقل قيمة تمثل (-79.41)، ويرجع هذا التفاوت إلى اختلاف سياسات توزيع الأرباح لدى الشركات فبعض الشركات ترغب في احتجاز الأرباح لتمويل الأنشطة المختلفة لغايات التوسع من أموال الملكية لتتجنب بذلك التمويل بالدين حيث تهدف هذه الشركات إلى تحقيق أقصى مستوى من النمو المستقبلي، بينما تلجأ شركات أخرى إلى توزيع الأرباح لكي تحافظ على استقطاب المستثمرين الراغبين بالحصول على ايراد بشكل دوري.

4. المتوسط الحسابي للتدفق النقدي الحر للشركات (-0.6258) بانحراف معياري (0.2169) حيث قدرت أعلى قيمة (-0.10) في حين كانت أقل قيمة (-1.25). ويفسر ذلك بأن شركات التأمين ترتبط باستثمارات مستقبلية بشكل مستمر بحيث تحقق أكبر فائدة من النقد المتأتي من عمليات التشغيل وبأفضل فرصة بديلة، إضافة إلى أن شركات التأمين لا تعتمد فقط على الإيراد المتأتي من عمليات التشغيل بل أن صافي النقد المتأتي من عمليات الإستثمار يشكل إيراد مهم لها.

5. المتوسط الحسابي للوفورات الضريبية دون الفوائد للشركات (0.0041) بانحراف معياري (0.0038) حيث قدرت أعلى قيمة (0.0164) في حين كانت أقل قيمة تمثل (-0.0046)، ويعتبر هذا المتوسط منخفض بالمقارنة مع القطاعات الأخرى مثل القطاع الصناعي بسبب عدم احتواء شركات التأمين على الآلات والمعدات والتي يكون عليها استهلاكات سنوية.

6. المتوسط الحسابي للإنحراف عن مستوى الدين المستهدف (0.9731) بانحراف معياري (0.3378) حيث قدرت أعلى قيمة (1.99) في حين كانت أقل قيمة تمثل (0.22).

7. المتوسط الحسابي للتمويل من خلال الديون للشركات (0.5035) بإنحراف معياري (0.1544) حيث قدرت أعلى قيمة (0.91) في حين كانت اقل قيمة تمثل (0.11)، ويرجع هذا الإختلاف الكبير لنسب التمويل بالدين إلى التفاوت في قدرة الشركات في الحصول على التمويل بالدين لأسباب عدة منها حجم الشركة وربحيتها ومستوى المخاطر التي تواجهها.

8. لم يتم اجراء تحليل وصفي لمتغير توزيع الأرباح كونة قد تم قياسه بإعطاء قيمة (1) للشركات التي تقوم بتوزيع الأرباح، وإعطاء قيمة (0) للشركات التي لا توزع أرباح.

3-5 نتائج اختبار (VIF)

تعتبر مشكلة الإرتباط المتعدد (Multicollinearity) إحدى المشاكل التي تواجه التقدير الإحصائي لمعاملات الإنحدار وهذه المشكلة تنتج عن الارتباط القوي بين المتغيرات المستقلة والذي من الممكن أن ينتج عنه تشويه العلاقة بين أحد المتغيرين والمتغير التابع كما يؤدي إلى عدم امكانية اختبار الفرضيات حول التأثير الفردي في معاملات الانحدار، وبذلك يصبح من الصعب تحديد الأثار المنفصلة للمتغيرات، ولتقييم مشكلة الارتباط المتعدد تم الاعتماد على اختبار Variance Inflation Factor (VIF) والذي يبين الدرجة التي يفسر بها كل متغيرمستقل بالمتغيرات المستقلة الأخرى، وكأساس عام إذا كانت قيمة VIF > 10 فإن هذا يشير إلى وجود ارتباط متعدد (Gujarati, 2003).

يبين الجدول (2-5) نتائج اختبار (VIF) لمتغيرات الدراسة، وتشير النتائج إلى عدم وجود مشكلة الإرتباط المتعدد (Multicollinearity) في بيانات الدراسة حيث كان متوسط (VIF) أقل من 10.

جدول (2-5)

نتائج اختبار VIF

Variable	VIF	1 / VIF
Size حجم الشركة	1.80	0.557
Profitability الربحية	1.26	0.792
Growth فرص النمو	2.49	0.401
FCF التدفق النقدي الحر	1.16	0.859
NDTS الوفورات الضريبية من دون الفوائد	1.18	0.851
DTD الإنحرافات عن مستوى الدين المستهدف	1.65	0.607
Dividends توزيع الأرباح	2.54	0.393
Mean VIF	1.73	

إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات برنامج التحليل STATA

وبهدف التأكد من تجانس تباين معامل الخطأ (Error Term) قامت الدراسة باستخدام أسلوب اختبار (Breusch-Pagan Test) من أجل الكشف عن مشكلة عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity) وقد أشارت النتائج إلى أن بيانات الدراسة لا تعاني من مشكلة عدم تجانس التباين حيث لم يكن ل(Chi2) والذي بلغت قيمته (0.25) أي دلالة احصائية.

5-4 نتائج تحليل نموذج الدراسة

تم تناول نتائج تحليل الإنحدار باستخدام نموذج الأثر الثابت (Fixed Effect Model) ونموذج الأثر العشوائي (Random Effect Model)، كما تم استخدام (Hausman Test) واختبار (LM) Lagrange Multiplier Test، وذلك لغرض اختيار النموذج الأفضل لتحليل البيانات.

تشير النتائج الموضحة في الجدول (5-3) إلى أن تقدير نموذج هذه الدراسة بإستخدام (Panal Data Analysis) أفضل من استخدام (Pooled Data Analysis) وذلك بالإعتماد على نتائج اختبار (LM) Lagrange Multiplier Test، حيث تبين أن (Chi2) كانت ذو دلالة احصائية.

وبالاعتماد على نتائج اختبار (Hausman Test) وجد أن استخدام أسلوب الأثر الثابت (Fixed Effect Model) أفضل من استخدام أسلوب الأثر العشوائي (Random Effect Model).

جدول (3-5)

نتائج تحليل عينة الدراسة

Variable	Fixed Effect Model	Random Effect Model
Constant	-6.661 -2.41 (0.019)**	-2.77 -1.76 (0.078)***
Size	0.646 -3.61 (0.001)*	0.367 3.71 (0.000)*
Profitability	-0.03 -1.71 (0.092)***	0.064 -2.13 (0.033)**
Growth	-0.175 -2.72 (0.009)*	-0.081 -0.76 (0.450)
FCF	-0.556 -1.65 (0.104)	-1.01 -1.78 (0.075)***
NDTS	-0.000 -0.56 (0.575)	-0.000 -0.35 (0.727)
DTD	0.189 6.87 (0.000)*	0.098 4.05 (0.000)*
Dividends	0.223 2.00 (0.051)***	0.135 0.66 (0.511)
R-sq	57.39%	60.47%
F- statistic	19.06 (0.000)*	27.39 (0.000)*
LM test	Chi2 statistic = 124.79 Prob > Chi2 = (0.000)*	
Hausman test	Chi2 statistic = 42.15 Prob > Chi2 = (0.000)*	

*،**،*** تشير إلى وجود دلالة احصائية عند مستوى معنوية 1%،5%،10% على الترتيب.

المصدر: إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات برنامج التحليل STATA

تبين نتائج تحليل عينة الدراسة في الجدول رقم (5-3) لتقدير النموذج القياسي للدراسة رقم (4-4) لعينة الدراسة أنه:

1) هناك علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (1%) بين استخدام الدين في تمويل هيكل رأس المال وحجم شركات التأمين، وقد توافقت هذه النتيجة مع نتائج دراسات (بربار، 2010)، و(المومني وحسن، 2011)، و(رمضان والعقدة،2011)، و(Sbeiti, 2010)، و(Al-Qudah, 2011)، و(Noulas&Genimakis, 2011). ويعزو الباحث هذا التوافق إلى أنه كلما زاد حجم الشركة أصبحت أكثر تنوعاً في استثماراتها وأقل تذبذباً في عوائدها، مما يؤدي إلى انخفاض المخاطر المالية المرتبطة بها، وبالتالي زيادة قدرتها على تحمل نسب مديونية عالية في هيكل رأس المال من الشركات ذات الحجم الأقل، بالإضافة إلى أن الشركات الكبرى تمتلك موارد وأصول مالية متنوعة والتي تزيد من ملاءتها المالية، وجميع هذه العوامل تشجع المقرضين على تقديم القروض وشراء سندات هذه الشركات للثقة العالية بها.

وقد توافقت هذه النتيجة مع ما أشار إليه Mayers and Majluf (1984) وبالإعتماد على نظرية Trade-off Theory، إلى أن الشركات الكبرى تقوم بتنويع مصادر تمويلها وذلك لانها تمتلك تدفقات نقدية تتسم بالثبات والذي بدوره يقلل من احتمالية حدوث الافلاس لها مقارنة مع الشركات الصغرى، لذلك تفضل التمويل بالدين.

2) هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (10%) بين استخدام التمويل بالدين وربحية شركات التأمين، وتوافقت هذه النتيجة مع نتائج دراسة (شلاش وآخرون، 2008)، و(المومني وحسن،2011)، و(Bani-Hani *et al,* 2010)،

و(Al-Qudah, 2011)، ويفسر الباحث هذا النتيجة إلى عدم رغبة إدارة الشركات على تحمل أعباء ومصاريف مالية في حالة توفر السيولة الناتجة عن الزيادة في الأرباح، فتلجأ لإستغلال هذه الأرباح في عمليات النمو والتوسع بدلاً من التمويل بالدين.

وتوافقت هذه النتيجة مع نظرية Pecking Order Theory والتي ترى أن الشركات تلجأ في البداية إلى مصادر التمويل الداخلية والمتمثلة بالأرباح المحتجزة، ثم إلى المصادر الخارجية من ديون وإصدارات جديدة، لذلك فإن الشركات التي تحقق مستوى مرتفع من الربحية تستخدم المصادر الداخلية للتمويل (Myers, 1984).

3) هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (1%) بين استخدام التمويل بالدين وفرص النمو لشركات التأمين، واختلفت هذه النتيجة مع كل من نتائج (رمضان والعقدة،2011)، و(المومني وحسن،2011)، و(Bani-Hani *et al*, 2010)، والتي ترى أنه هناك علاقة ايجابية بين فرص النمو واستخدام الدين.

وفسر Myers (1977) هذه النتيجة بأن الشركات التي تمتلك فرص نمو مستقبلية ينشيء لديها صراع الوكالة بين إدارتها والجهات الخارجية لها من المقرضين وذلك بسبب أن هذه الشركات تمتلك خيارات متعددة للإستثمار بين المشاريع ذات الخطورة المرتفعة إلى الأقل خطورة، فإذا قامت إدارة الشركة بالإستثمار في المشاريع عالية الخطورة فإن ذلك سيقود المقرضين إلى التردد في تمويلها أو طلب فوائد مرتفعة نسبياً نتيجة لإرتفاع المخاطر، ونتيجة لذلك تزداد تكلفة التمويل بالدين على الشركة فتتجه إدارتها إلى التمويل بالملكية.

وتوافقت هذه النتيجة مع نظرية Pecking Order Theory والتي ترى أن الشركات تلجأ في البداية إلى مصادر التمويل الداخلية ومن ثم إلى المصادر الخارجية عند الحاجة للتمويل (Myers, 1984).

4) هناك علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (1%) بين التمويل بالدين والإنحراف عن مستوى الدين المستهدف، وقد توافقت هذه النتيجة مع دراسة (Sarma *et al*, 2010) و(Kouki & Ben Said, 2012)، وتفسر العلاقة على أنه كلما كان معدل الدين الحالي أقل من معدل الدين المستهدف فإن ذلك يشجع الإدارة للإتجاه إلى هذا المستوى عن طريق زيادة الإقتراض بشكل تدريجي والعكس صحيح.

5) هناك علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (10%) بين التمويل بالدين وتوزيع الأرباح، وقد اختلفت هذه النتيجة مع (Ahmad & Abbas, 2011) والتي أشارت إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين توزيع الارباح وإستخدام الديون في تمويل هيكل رأس المال.

وتوافقت هذه النتيجة مع نظرية Pecking Order Theory التي فسرت هذه العلاقة الإيجابية إلى أن توزيع الأرباح يؤدي إلى تخفيض الأرباح المحتجزة فتلجأ الشركة إلى طلب التمويل بالدين كخطوة بديلة لتمويل إستثماراتها (Jensen, 1986).

6) لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التمويل بالدين وبين التدفق النقدي الحر، واختلفت هذه النتائج مع (Akhtar & Oliver, 2009)، و(Sarma *et al*, 2010)، (Utami & Inanga, 2011) والتي ترى أنه يوجد علاقة ايجابية. ويعزو الباحث هذا الإختلاف إلى تعدد مصادر الدخل في شركات التأمين وعدم تركيزها فقط على التدفقات الناتجة عن عمليات الشغيل، حيث يشكل التدفق النقدي الناتج عن عمليات

الاستثمار مصدراً ذو أهمية كبرى حيث يكون الإعتماد عليه في عمليات التمويل بشكل كبير مقارنة مع الشركات الأخرى وخاصة الشركات الصناعية.

7) لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التمويل بالدين وبين الوفورات الضريبية من دون الفوائد وقد توافقت هذه النتيجة مع نتائج دراسة (بربار، 2010)، و(رمضان والعقدة،2011)، وتفسر هذه النتيجة إلى أن شركات التأمين لا تحتوي على الآلات والمعدات والتي يكون عليها استهلاكات سنوية مرتفعة لذلك لا توجد أهمية تذكر للدروع الضريبية المتأتية من هذا هذه الوفورات مقارنة مع الدروع المتشلكة من التمويل بالدين.

واختلفت هذه النتيجة مع نتائج دراسة (Barakat, 2009)، و(Afza & Hussain, 2011)، و(Ahmad & Abbas, 2011)، والتي ترى أنه يوجد علاقة سلبية بين هيكل رأس المال الممول عن طريق الدين وبين الوفورات الضريبية من دون الفوائد وقد دعمت نظرية Trade-off Theory هذه النتيجة بسبب أن التمويل بالدين يعتمد على المفاضلة بين المنفعة المتأتية من الدروع الضريبية مقارنة مع التكلفة الناتجة عن مصاريف الفوائد والأمر نفسه ينطبق على الوفورات الضريبية من دون الفوائد.

الفصل السادس

ملخص النتائج والتوصيات

6-1 تمهيد

6-2 ملخص النتائج

6-3 التوصيات

6-4 البحوث المستقبلية

6-1 تمهيد

بعد أن تم تحليل البيانات الخاصة بالشركات عينة الدراسة وبعد إختبار الفرضيات، فقد خصص هذا الفصل لعرض أبرز نتائج الدراسة، ومن ثم التوصل إلى التوصيات المترتبة على هذه النتائج إضافة إلى البحوث المستقبلية.

6-2 ملخص النتائج:

1) يعتبر التمويل بالدين أحد الأساليب الفعالة للتقليل من أثر صراع الوكالة بين مدراء شركات التأمين والمساهمين والذي ينتج عن وجود نسبة مرتفعة من التدفق النقدي الحر لدى هذه الشركات.

2) تفضل شركات التأمين الكبرى من ناحية الحجم اللجوء إلى التمويل بالدين عند الحاجة لما لهذه الشركات من قدرة على الوفاء بالإلتزامات.

3) تلجأ شركات التأمين ذات الربحية المرتفعة نسبياً إلى استغلال الأرباح المحتجزة في عمليات التمويل والاستثمار بدلاً من اللجوء إلى التمويل بالدين.

4) تعتمد الشركات في تمويل فرص النمو المستقبلية لها على الأرباح المحتجزة واصدارات الأسهم بشكل أكبر من التمويل بالدين.

5) يؤدي توزيع الأرباح إلى زيادة طلب الشركات للتمويل بالدين ويساعد هذا التوزيع على التقليل من أثر صراع الوكالة في هذه الشركات.

6-3 التوصيات

يرى الباحث بأن النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة قد تنعكس على الواقع العملي للشركات محل الدراسة، خاصة في القرارات المستقبلية والتي تتطلب زيادة في رأس مال هذه الشركات، ولذلك يوصي الباحث:

1) على مدراء شركات التأمين العمل على توزيع الأرباح اذا كان هناك معدل مرتفع للتدفق النقدي الحر، ومن ثم اللجوء إلى التمويل بالدين لما يقوم به من تقليل أثر صراع الوكالة داخل الشركات.

2) تشجيع الشركات الكبرى من ناحية الحجم للجوء إلى التمويل بالدين بشكل أكبر من حقوق الملكية لما يوفره لها من زيادة في الطاقة الاقتراضية.

3) على شركات التأمين الناشئة والتي تمتلك فرص نمو مستقبلية اللجوء إلى التمويل بحقوق الملكية لتجنب التمويل بالدين لما له من تكاليف مرتفعة نسبياً مقارنة مع التكاليف المترتبة على الشركات الأخرى.

4) تشجيع إدارات شركات التأمين على زيادة الانفاق في البنود التي تشكل الدروع الضريبية المختلفة مثل صندوق دعم البحث العلمي وصندوق دعم التدريب والتعليم المهني والتقني.

5) تشجيع شركات التأمين بزيادة الاعتماد على التمويل باستخدام حقوق الملكية في حالة عدم وجود مستوى مستهدف للتمويل باستخدام الدين في ذهن الإدارة وذلك من أجل التقليل من المخاطر المالية للتمويل بالدين.

6-4 البحوث المستقبلية

جاءت هذه الدراسة استكمالاً لما توصلت إليه العديد من الدراسات السابقة على المستوى المحلي ومنها دراسة (Siam *et al*, 2005, p203)، و(شلاش وآخرون، 2008، ص70)، و(بربار، 2010، ص114) والتي أوصت جميعها بدراسة المزيد من محددات هيكل رأس المال في قطاع التأمين الاردني، وبالإعتماد على النتائج واستكمالاً لما توصلت إليه هذه الدراسة يرى الباحث ضرورة:

1) دراسة المزيد من المحددات الخاصة بالشركات والتي تؤثر في مدى استخدام الديون عند صياغة هيكل رأس المال والتي لم تتناولها هذه الدراسة مثل معدل الاصول الملموسة، ومخاطر الافلاس، وصراع الوكالة، والمرونة المالية، وإعتبارات الامان بالإضافة إلى دراسة المحددات المتعلقة بالسوق ككل مثل معدل الضرائب المفروضة، ومعدل التضخم، ومعدل الفوائد، والازدهار أوالكساد، والمخاطر السياسية.

2) اعادة النظر في المؤشرات التي استخدمت للتعبير عن متغيرات الدراسة، خاصة المتغيرات التي لم تشملها الدراسات السابقة المطبقة على المستوى المحلي مثل التدفق النقدي الحر، والانحراف عن مستوى الدين المستهدف، وتوزيع الأرباح. واعادة النظر في أساليب قياس متغيرات الدراسة التي لم يكن لها دلالة احصائية.

3) تطبيق هذه الدراسة على القطاعات الأخرى بإستخدام المحددات المختلفة لمعرفة مدى التباين في تأثير هذه المحددات على استخدام الديون في صياغة هيكل رأس المال.

قائمة المراجع

1) المراجع العربية

2) المراجع الأجنبية

1) المراجع العربية

- آل شبيب، دريد. (2009). **"مبادئ الإدارة المالية"**، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الاردن.
- آل شبيب، دريد. (2010). "**إدارة مالية الشركات المتقدمة**"، اليازوري للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الاردن.
- أندراوس، عاطف. (2006). **"التمويل والإدارة المالية للمؤسسات"**، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الاسكندرية، مصر.
- بربار، حفيظة. 2010. ***"العوامل المؤثرة على الهيكل المالي: حالة الشركات المساهمة العامة الاردنية"***. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، اربد، الاردن.
- تيم، فايز. (2011). **"مبادئ الإدارة المالية"**، اثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الاردن.
- حمدان، علام وعناسوة، محمد والعتيبي، محمود. (2012). "أثر هيكل الملكية في مستوى الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات وأثرها في أداء المصارف الأردنية: دراسة تحليلية للفترة 2003-2008". **مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية والادارية**، المجلد 20، العدد 2: ص381- ص416.
- خصاونة، محمد قاسم. (2011). **"أساسيات الإدارة المالية"**، دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الاردن.

- داوود، نعيم نمر. (2012). **"التحليل المالي، دراسة نظرية تطبيقية"**، دار البداية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الاردن.
- درغام، سوزان عطا. 2008. ***"العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم وفقاً للمعيار الدولي المحاسبي رقم (7): دراسة تطبيقية على المصارف الوطنية العاملة في فلسطين"***. رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الاسلامية، غزة، فلسطين.
- رمضان، عماد والعقدة، صالح. (2011). "محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الاردنية: دراسة من واقع سوق الاوراق المالية الاردني للفترة (2000-2006)". **المجلة الاردنية في ادارة الاعمال**، المجلد 7، العدد 2: ص228-ص245.
- الزبيدي، حمزة. (2011). **"التحليل المالي لأغراض تقييم الاداء والتنبؤ بالفشل"**، الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الاردن.
- سلام، اسامة. (2007). "أثر تركيبة الهيكل الرأسمالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان على المخاطر النظامية لأسهمها". **مجلة دراسات العلوم الإدارية**، المجلد 34، العدد 1: ص110- ص126.
- شلاش، سليمان والبقوم، علي والعون، سالم. (2008). "العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الاعمال: حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الاردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة 1997-2001". **مجلة المنارة**، المجلد 14، العدد 1: ص45- ص82.
- عبد الغني، دادن. (2008). "قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل". **مجلة الباحث**، العدد 6: ص17- ص31.

- عبدالله، عبدالقادر والسهلاوي، خالد. (2009). "**اساسيات الإدارة المالية**". الشـامل للطباعة والتوزيع، الطبعة الأولى، دمشق، سوريا.
- القضاة، مصطفى. 2008. "***أثر هيكل رأس المال على ربحية الشركات المساهمة العامة الصناعية الاردنية***". رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، اربـد، الاردن.
- المرسي، جمال الدين واللحلح، احمـد. (2010). "**الإدارة الماليـة: مـدخل إتخـاذ القرارات**"، الدارالجامعية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الاسكندرية، مصر.
- موسى، شقيري والزرقان، صالح والحداد، وسيم والدويكات، مهند. (2012). "**إدارة الإستثمار**"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الاردن.
- موسى، شقيري وصافي، وليد. (2009). " قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد والمخاطر". **مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية**، العـدد 19: ص215- ص244.
- المومني، غازي وحسن، علي. (2011). "محددات اختيار الهيكل المالي بشـركات الأعمال: دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان". **مجلة دراسات العلوم الإدارية**، المجلد 38، العدد 2: ص367- ص379.
- نوفل، موسى والقاضي، نعيم ومطر، موسى والنسور، اسراء. (2012). " تقييم أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الاردنية باستخدام معدل العائد لفترة من1997-2007". **مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية والادارية**، المجلد 20، العدد 2: ص211- ص244.

المواقع الالكترونية:

- الموقـــع الالكترونـــي لبورصـــة عمـــان (Amman Stock Exchange):

http://www.ase.com.jo

- الموقع الالكتروني لهيئة التأمين الاردنية (Insurance Commission):

http://www.irc.gov.jo

- الموقع الالكتروني للاتحاد الاردني لشركات التأمين

(Jordan Insurance Federation "JOIF"): **http://www.joif.org**

2) المراجع الأجنبية

- Ahmad, Fawad & Abbas, Zaheer. (2011). "Role of Firms Level Characteristics in Determining the Capital Structure of Banks: Evidence from the Pakistan Banks". *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 2(12): 201-216.
- Afza, Talat & Hussain, Amer. (2011). "Determinants of Capital Structure: A Case Study of Automobile Sector of Pakistan". *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 2(10): 219-230.
- Akhtar, Shumi & Oliver, Barry. (2009). "Determinants of Capital Structure for Japanese Multinational and Domestic Corporations". *International Review of Finance*, 9: 1-26.
- Anwar, Waseem. (2012). "Cross-Industry Determinants of Capital Structure: Evidence from Pakistani Data". *International Journal of Management and Innovation,* 4(1): 79-86.
- Al-Qudah, Ali Mustafa. (2011). "The Determinants of Capital Structure of Jordanian Mining and Extraction Industries: Empirical Evidence". *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, Issue 29, pp. 156-164.

- Bani-Hani, Jehad S & Hijazi, Haitham Ali & Hayajneh, Osama S. (2010). "How Firm-Specific Characteristics Determine Capital Structure: Empirical Evidence". *AL-Balqa Journal for Research and Scientific Studies,* 13(2): 13-34.

- Barakat, Mounther H. (2009). "The Determinants of Corporate Borrowing in the Arab World". *Journal of International Finance & Economics,* 9(5): 1-20.

- Brigham, Eugene & Ehrhardt, Michael. **"Financial Management: Theory and Practice",** Thomson South-Western Publishers, 12th Edition, USA, 2008.

- Gujarati, D. N. **"Basic Econometrics"**, McGraw-Hill, 4th Edition, NewYork, USA, 2003.

- Ha, Joo Hyung. (2011). **"Agency Costs of Free Cash Flow and Conditional Conservatism"**, Published Theses, Oklahoma State University, Published in: http://search.proquest.com

- Hilton, Ronald W. **"Managerial Accounting"**, McGraw-Hill Publishers, 7th Edition, USA, 2008.

- Jensen, Michael. (1986). "Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers ". *American Economic Review,* 76(2): 323-330.

- Jensen, Michael & Meckling, William. (1976). "Theory of the firm: Managerial Behavior. Agency Costs and Ownership Structure". Journal of Financial Economics. 3(4): 305–360.
- Khan, Zeba S. (2010)." Determinants of Capital Structure: Case of Listed Paint Manufacturing Companies". *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business,* 2(6): 253-271.
- Kouki, Mondher & Ben Said, Hatem. (2012). "Capital Structure Determinants: New Evidence from French Panel Data". *International Journal of Business and Management,* 7(1): 214-229.
- Liow, K.H. (2010). "Firm value, Growth, Profitability and Capital Structure of Listed Real estate Companies: an International Perspective". *Journal of Property Research,* 27(2): 119-146.
- Modigliani, Franco & Miller, Merton. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" *American Economic Review,*53: 261-297.
- Mseddi, Slim & Abid, Fathi. (2010). "The Impact of Operating and Financial Leverages and Intrinsic Business Risk on Firm Value". *International Research Journal of Finance and Economics,* Issue 44, pp. 134-147.

- Myers, Stewart. (1977). "The Determinants of corporate borrowing". *Journal of Financial Economics,* 5(2): 147-175.
- Myers, Stewart. (1984). "The Capital Structure Puzzle". *The Journal of Finance,* 39(3): 575-592.
- Myers, Stewart & Majluf, Nicholas. (1984)." Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have". *Journal of Financial Economic,* 13(2): 187-221.
- Nimalathasan, B & Brabete, V.(2010). "Capital Structure and its Impact on Profitability: A Study of Listed Manufacturing Companies In Sri Lanka". *The Young Economists Journal,* 8(15): 7-16.
- Noulas, A & Genimakis, G. (2011). "The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Greek Listed Companies". *Applied Financial Economics,* Issn 1466–4305, PP. 379–387.
- Ross, Stephen A. (1977)."The Determination of Financial Structure: the Incentive Signaling Approach". *Bell Journal of Economics,* 8(1): 23-40.
- Sarma, L.V & Lellapalli, Sarada & Lellapalli, Ramana V. (2010). "Factors Influencing Capital Structures: an Analysis of Companies in Malaysia". *Unitar E-Journal,* 6(2): 10-19.

- Sbeiti, Wafaa. (2010). "The Determinants of Capital Structure: Evidence from the GCC Countries". *International Research Journal of Finance and Economics,* Issue 47, pp. 56-82.
- Siam, Walid Z & Khrawish, Husni A & El-Hammoury, Basem M. (2005). "The Capital Structure of Banking Sector in Jordan". *Dirasat Administrative Sciences,* 32(1): 196-205.
- Subramanyam, K & Wild, John. **"Financial Statement Analysis"**, International Edition, McGraw-Hill, 10th Edition, USA, 2009.
- Titman, Sheridan & Tsyplakov, Sergey. (2007). "A Dynamic Model of Optimal Capital Structure". *Review of Finance,* 11: 401-451.
- Utami, SitiRahmi & Inanga, Eno L. (2011). "Agency Costs of Free Cash Flow, Dividend Policy, and Leverage of Firms in Indonesia". *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences,* Issue 33, pp. 7-24.
- Zurigat, Ziad. (2009). **"Pecking Order Theory, Trade-Off Theory and Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Jordan"**, Published Doctora Theses, Heriot-Watt University, Published in:

http://www.ros.hw.ac.uk/bitstream/10399/2244/1/ZurigatZ_0309_sml.pdf

الملاحق

- ❖شركات العينة
- ❖التعريفات الأجرائية
- ❖الملخص باللغة الانجليزية

شركات العينة والقيم النهائية للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع

	المتغير المستقل	حجم الشركة			الربحية			فرص النمو		
	اسم الشركة/ السنة	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
1	الشرق الأوسط للتأمين	58852819	64588374	69066208	0.018	0.019	0.011	41.59	32.50	46.85
2	النسر العربي للتأمين	32801830	37325991	40791867	0.045	0.036	0.019	20.52	19.71	36.04
3	التأمين الاردنية	71531887	69083632	76845633	0.042	0.045	0.030	27.84	23.31	28.13
4	القدس للتأمين	20172661	21301456	22258251	0.049	0.042	0.038	15.08	16.87	17.16
5	المتحدة للتأمين	21027921	23415538	21833006	-0.006	0.027	0.013	-79.41	13.71	28.08
6	الاردنية الفرنسية للتأمين	18562972	17148705	18902843	0.001	0.008	-0.040	345.25	45.19	-4.81
7	الاراضي المقدسة للتأمين	14883457	11607151	6708318	0.007	-0.049	-0.036	43.52	-6.42	-15.64
8	اليرموك للتأمين	13286386	13604101	13147611	-0.055	0.019	0.012	-10.33	26.76	40.62
9	جراسا للتأمين	5,063,175	3,522,627	2,501,148	-0.147	-0.185	-0.116	-9.10	-6.46	-13.07
10	المنارة للتأمين	18599835	20932506	19230843	-0.086	-0.021	-0.143	-5.49	-17.28	-2.67
11	الشرق العربي للتأمين	41570361	51528036	60125256	0.054	0.059	0.053	9.93	8.40	9.53
12	الأردنية الإماراتية للتأمين	9436557	11463877	12158999	-0.023	0.014	-0.258	-25.77	25.34	-1.39
13	العرب للتأمين	23315975	22182915	21755536	0.002	0.022	-0.011	205.26	14.46	-23.54
14	فيلادلفيا للتأمين	8027811	8880671	10207289	-0.019	0.015	-0.015	-27.76	32.68	-48.24
15	الاتحاد العربي الدولي	14793875	23395677	19915707	0.026	0.280	-0.214	33.32	3.27	-4.30
16	التأمين الوطنية	12871248	13116284	13783802	0.417	0.457	0.535	2.09	1.84	0.97
17	الاردن الدولية للتأمين	35054292	33379504	35346762	0.020	0.008	-0.026	16.96	42.21	-11.40
18	المجموعة العربية الأوروبية	21404032	20099183	17622796	0.008	-0.032	-0.163	48.47	-7.49	-2.59
19	التأمين الاسلامية	22304388	23726044	23396678	0.009	0.014	0.024	118.67	66.07	30.74
20	الضامنون العرب	14210197	13516018	12194577	-0.249	-0.123	0.058	-0.996	-2.30	4.318
21	المجموعة العربية الاردنية	12792817	10302575	13437998	-0.341	-0.318	0.044	-3.18	-1.68	7.62
22	الأولى للتأمين	29100452	29485733	30618978	0.034	0.016	0.018	20.37	38.54	30.83
23	دلتا للتأمين	13878962	14634676	15351624	0.039	0.02	0.003	24.29	44.21	175.3
24	المتوسط والخليج للتأمين	18399905	19439319	18399905	-0.019	-0.051	-0.098	-39.25	-12.76	-8.22
25	التأمين العربية- الاردن	16829658	18302699	19847264	0.026	0.009	0.003	17.59	39.1	59.02

	المتغير المستقل	التدفق النقدي الحر			الوفورات الضريبية من دون الفوائد			الانحرافات عن مستوى الدين المستهدف		
	اسم الشركة / السنة	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
1	الشرق الأوسط للتأمين	-0.819	-0.769	-0.803	0.002408	0.002771	0.002305	0.9480	0.9345	0.9689
2	النسر العربي للتأمين	-0.738	-0.680	-0.699	0.003225	0.003094	0.001658	0.8574	0.9153	0.9797
3	التأمين الاردنية	-0.677	-0.687	-0.645	0.003205	0.00314	0.00347	0.6516	0.6527	0.7556
4	القدس للتأمين	-0.736	-0.668	-0.690	0.005617	0.006108	0.006348	0.9199	0.8991	0.8637
5	المتحدة للتأمين	-0.633	-0.584	-0.690	0.002929	0.002121	0.002538	0.8645	0.9212	0.8789
6	الاردنية الفرنسية للتأمين	-0.262	-0.320	-0.265	0.005162	0.005605	0.004457	1.2645	1.2105	1.2776
7	الأراضي المقدسة للتأمين	-0.680	-0.929	-1.245	0.00151	0.002136	0.006918	1.4916	1.3815	1.0617
8	اليرموك للتأمين	-0.857	-0.730	-0.738	0.004498	0.00544	0.005757	0.6792	0.6397	0.5379
9	جراسا للتأمين	-0.945	-1.248	-1.167	0.003021	0.011999	0.005355	1.0759	0.8706	0.7644
10	المنارة للتأمين	-0.705	-0.462	-0.698	0.002069	0.001881	0.005343	0.5397	0.7082	0.8448
11	الشرق العربي للتأمين	-0.449	-0.331	-0.282	0.003164	0.003373	0.006269	1.1785	1.1617	1.0978
12	الأردنية الإماراتية للتأمين	-0.676	-0.602	-0.406	0.002946	0.008245	0.009626	0.9543	1.0532	1.4120
13	العرب للتأمين	-0.759	-0.575	-0.571	0.641169	0.61542	0.61533	1.1838	1.0470	1.0681
14	فيلادلفيا للتأمين	-0.720	-0.643	-0.633	0.003053	0.002068	0.001218	0.9387	0.9518	1.0457
15	الاتحاد العربي الدولي للتأمين	-0.880	-0.904	-1.192	0.005432	0.003373	0.019237	1.9926	1.8961	1.7834
16	التأمين الوطنية	-0.537	-0.556	-0.553	0.002108	0.002667	0.006239	0.8310	0.8665	0.9537
17	الاردن الدولية للتأمين	-0.736	-0.813	-0.739	0.00342	0.00383	0.003728	0.8243	0.7179	0.7648
18	المجموعة العربيةالأوروبية	-0.506	-0.579	-0.677	0.002975	0.004862	0.005767	1.1460	1.0986	1.2185
19	التأمين الاسلامية	-0.759	-0.748	-0.750	-0.00442	-0.00445	-0.0042	0.7637	0.6796	0.6410
20	الضامنون العرب	-0.379	-0.431	-0.525	0.009705	0.009345	0.010779	1.6027	1.7245	1.2214
21	المجموعة العربية الاردنية	-0.095	-0.538	-0.185	0.010122	0.01646	0.009824	1.0705	1.4097	1.2213
22	الأولى للتأمين	-0.782	-0.750	-0.783	-0.00356	-0.00369	-0.00466	0.2216	0.2600	0.3232
23	دلتا للتأمين	-0.599	-0.547	-0.616	0.0015	0.0013	0.0068	0.5455	0.5455	0.7098
24	المتوسط والخليج للتأمين	-0.427	-0.15	-0.265	0.0048	0.0049	0.0041	0.8328	1.0269	1.1116
25	التأمين العربية- الاردن	-0.671	-0.545	-0.48	0.00282	0.00203	0.00188	0.7911	0.8449	0.8885

	المتغير المستقل	توزيع الأرباح			نسبة التمويل بالدين / المتغير التابع		
	اسم الشركة / السنة	2009	2010	2011	2009	2010	2011
1	الشرق الأوسط للتامين	X	X	√	0.48	0.4928	0.5433
2	النسر العربي للتامين	√	√	√	0.4303	0.4827	0.5493
3	التأمين الاردنية	√	X	√	0.327	0.3442	0.4237
4	القدس للتامين	√	√	√	0.4616	0.4742	0.4843
5	المتحدة للتأمين	X	√	X	0.4339	0.4858	0.4928
6	الاردنية الفرنسية للتأمين	X	X	X	0.6346	0.6384	0.7164
7	الاراضي المقدسة للتأمين	X	X	X	0.7486	0.7286	0.5953
8	اليرموك للتأمين	X	X	X	0.3408	0.3374	0.3016
9	جراسا للتأمين	X	X	X	0.5399	0.459	0.429
10	المنارة للتأمين	X	X	X	0.2709	0.3735	0.4737
11	الشرق العربي للتامين	X	X	√	0.5914	0.6127	0.6156
12	الأردنية الإماراتية للتأمين	X	X	X	0.4789	0.5554	0.7917
13	العرب للتامين	X	X	X	0.5941	0.5522	0.5989
14	فيلادلفيا للتأمين	X	X	X	0.4711	0.502	0.59
15	الاتحاد العربي الدولي للتأمين	X	X	X	0.5648	0.5664	0.6628
16	التأمين الوطنية	X	X	X	0.417	0.457	0.5347
17	الاردن الدولية للتأمين	X	X	X	0.4137	0.3786	0.4288
18	المجموعة العربية الأوروبية	X	X	X	0.5751	0.5794	0.6832
19	التأمين الاسلامية	X	√	√	0.3833	0.3584	0.3594
20	الضامنون العرب	X	X	X	0.8043	0.9095	0.8621
21	المجموعة العربية الاردنية	X	X	X	0.5372	0.7435	0.6848
22	الأولى للتامين	X	X	√	0.1112	0.1371	0.1812
23	دلتا للتأمين	X	√	X	0.3055	0.307	0.3975
24	المتوسط والخليج للتأمين	X	X	X	0.467	0.5416	0.6233
25	التأمين العربية- الاردن	X	X	X	0.397	0.4456	0.4982

√: تم توزيع أرباح.

X: لم توزع أرباح.

التعريفات الأجرائية

- ❖ هيكل رأس المال: اسلوب تمويل الشركات المتكون من الديون وحقوق الملكية وهو غالباً ما يقيس الحجم النسبي لمصادر التمويل المختلفة، ويعتبر هذا القرار من أهم مسؤوليات الإدارة المالية للشركة (Subramanyam & Wild, 2009).
- ❖ حجم الشركة: ويعبر عنه بمجموع الاصول لدى الشركة.
- ❖ الربحية: أفضل إستخدام وإستغلال لأصول الشركة بأسلوب كفء وفعال للحصول على أفضل عائد ممكن (Liow, 2010). وقد تم قياسها بإستخدام صافي الدخل بعد الضريبة / مجموع الاصول.
- ❖ فرص النمو: مقدرة الشركة على زيادة طاقتها الانتاجية واستثماراتها التشغيلية في المنتجات أو الخدمات التي تقدمها (Brigham & Ehrhardt, 2008). وقد تم قياسها بإستخدام سعر السهم إلى حصة السهم من الأرباح.
- ❖ التدفق النقدي الحر: النقد المتبقي لدى الشركة بعد اقتطاع المصاريف والإستثمارات المستقبلية الضرورية والملتزم بها مسبقاً من قبل ادارة الشركة (Ha, 2011)، وقد عبر عنه بإستخدام (التدفق التشغيلي – الاستثمارات) / مجموع الاصول.
- ❖ الوفورات الضريبية من دون الفوائد: بعض المصاريف التي تشكل الدروع الضريبية والتي لا تندرج تحت تصنيف الفوائد، وقد تم قياسها بإستخدام (الاستهلاك+الاطفاء) / مجموع الاصول.
- ❖ الإنحراف عن مستوى الدين المستهدف: نسبة الدين المستهدفة من قبل الادارة ومقدار الانحراف عنها سواء بالزيادة أو النقصان، وقد تم افتراض أن هذه النسبة المستهدفة لكل شركة تساوي المتوسط الحسابي لنسب التمويل بالدين في القطاع.

Abstract

Kofahi, Mahmoud Khaled, Determinants of Capital Structure in Jordanian Insurance Corporations. Master Thesis, Yarmouk University. 2013 (Supervisor: Professor Turki Raji Elhamoud)

The purpose of this study was to identify the factors affecting the Capital Structure of the Jordanian Insurance Corporations. During the period (2009-2011), To achieve these objectives the sample of study was formed by 25 firm Insurance companies listed on Amman Stock Exchange, To represent the sample about 92.6% of the study population, The researcher used the Descriptive statistical analysis and VIF method to test the validity of a model where Capital Structure is the dependent variable, While the following factors Represent the independent variables: Size of the firm, Profitability, Growth opportunities, Free cash flow, Non Debt tax shields, Deviation from target debt, Dividends.

The study reached the following result: the adoption of sample firms on the debt financing was 50.35%, Which is high compared with those in developed markets, and the results show that there is apositive significant relationship between Size, Deviation from target debt, and Dividends With the use of debt financing, While there is negative significant relationship between Profitability and Growth opportunities With the use of debt financing, and The remaining factors Dose not affect on capital structure. In light of these findings, The study recommends to take into consideration the independent variables and financial indicators that affect on funding decisions for capital structure of these companies.

Key words: Debt financing, Determinants of Capital structure, Jordanian Insurance Corporations.